

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

EST-IL POSSIBLE DE REMPLACER
L'ÉTALON D'OR
PAR UN ÉTALON SCIENTIFIQUE
DE LA VALEUR

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 10 Décembre 1934, à 13 heures 30

PAR

JEAN POISSONNIER

Président : M. PERREAU, Professeur.

Suffragants { *MM. LESCURE, Professeur.*
 { *TRUCHY, Professeur.*

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON ET C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

1934

EST-IL POSSIBLE DE REMPLACER

L'ÉTALON D'OR

PAR UN ÉTALON SCIENTIFIQUE
DE LA VALEUR

**La Faculté n'entend donner aucune approba-
tion ni improbation aux opinions émises dans
les thèses; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.**

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

EST-IL POSSIBLE DE REMPLACER
L'ÉTALON D'OR
PAR UN ÉTALON SCIENTIFIQUE
DE LA VALEUR

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 10 Décembre 1934, à 13 heures 30

PAR

JEAN POISSONNIER

Président : M. PERREAU, Professeur.

Suffragants { *MM. LESCURE, Professeur.*
TRUCHY, Professeur.

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON ET C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

1934



Est-il possible de remplacer l'Étalon d'Or par un étalon scientifique de la valeur

AVANT-PROPOS

§ 1. — PROCESSUS QUI A FAIT SURGIR LA QUESTION DE L'ÉTALON SCIENTIFIQUE

Les phénomènes monétaires auxquels nous assistons, sont, à notre avis, pour la plupart, les conséquences du bouleversement économique; ils n'en sont pas la cause, mais ils ont fini par réagir sur la crise elle-même, dans le sens d'une aggravation.

Avant d'aborder l'étude de la question spéciale que nous nous sommes proposée, il est donc nécessaire de la situer dans le milieu dont elle dépend et de faire apparaître comment elle s'est posée.

Si nous avons à donner une définition de la crise, voici qu'elle serait la formule que nous adopterions :

« Phase cyclique normale de surproduction et de croissance de la société économique, mais aggravée par une inflation généralisée de crédit et compliquée par une ingérence des méthodes socialistes dans la gestion des gouvernements ».

Nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire de rechercher,

comme plusieurs économistes l'ont fait, cent ou deux cents causes au chaos actuel¹. Il serait, en effet, bien extraordinaire qu'elles produisissent toutes le même résultat. Nous avons acquis, au contraire, la conviction que la cause réelle de l'anarchie économique dont souffre le monde est simple dans sa nature et dans sa manifestation initiale, mais qu'elle a été aggravée par les remèdes nouveaux qui ont été employés. D'autre part, nous croyons que le trop grand désir de résoudre, par des formules mathématiques, un accident, à notre sens inévitable, parce qu'il est une conséquence directe de la marche en avant de la Société économique, a fini par faire perdre, à la plupart, le sens de la réalité.

Que voyons-nous en effet ?

De hardis novateurs², jouissant d'un crédit d'autant plus grand qu'ils appartiennent à des nations plus prestigieusement riches et puissantes, prétendent avoir trouvé un remède capable d'atténuer, dans leur fréquence et dans leur amplitude, et même de les supprimer, les manifestations cycliques des crises et, par incidence, tous les inconvénients qui les accompagnent généralement.

Une abondante documentation statistique leur permet de déceler, sans erreur possible, croient-ils, les premiers symptômes du mal et de le juguler aussitôt. Il suffit pour cela de diriger l'économie au lieu de la laisser suivre les vieilles lois qui la gouvernaient depuis des millénaires.

Et voilà assurée une prospérité indéfinie et sans heurt.

Un commencement de succès pratique venant confirmer en apparence ces théories, il n'en faut pas plus pour que

1. Un expert allemand en a trouvé 235.

2. Hoover, Irving Fisher, Keynes, etc.

le monde angoissé salue avec reconnaissance ces sauveteurs éminents.

Mais bientôt, tout change, les lois de l'Économie prennent une revanche implacable et les nations même qui avaient suivi les hardis pionniers de l'économie nouvelle, sont victimes de leurs audacieuses théories. Leurs marchés monétaires et financiers sont secoués par des désordres tels qu'il n'en a peut-être jamais existé de semblables ; leur structure générale s'en trouve fortement ébranlée. Non seulement ces nations subissent durement l'échec des expériences audacieuses auxquelles elles se sont livrées, mais d'autres, plus sages, en reçoivent le contre-coup.

Dans le domaine monétaire, les réactions sont telles qu'il devient bientôt impossible de les contrôler, de les diriger.

Les monnaies, qui en 1930 avaient à peu près toutes retrouvé une stabilité relative, connaissent à nouveau des variations désordonnées et, devant l'impossibilité de maintenir leur base métallique, les promoteurs de l'économie nouvelle proposent des solutions inédites fort audacieuses.

L'étalon d'or ne remplissant plus, à leur gré, les fonctions qu'ils en attendent, ils préconisent son remplacement par un étalon purement abstrait de la valeur.

Tel est rapidement esquissé, le processus qui a fait surgir la question de l'étalon scientifique. Sa mise en œuvre est-elle possible ? C'est ce que nous examinerons dans ce livre.

§ 2. — ACTION DES DOCTRINES SOCIALISTES SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Avant de commencer notre étude, il nous a paru indispensable de signaler une autre cause du mal dont souffre

le monde et qui provoque des troubles dans les systèmes monétaires, un mal sournois qui s'étend lentement et qui met l'organisme économique en état latent de moindre résistance. Nous voulons parler du socialisme.

Notre régime capitaliste s'est habitué à vivre à côté de ce redoutable ennemi, il l'a laissé jeter son emprise sur les jeunes cerveaux et parvenir jusqu'aux principaux rouages de l'État, où poussant aux dépenses exagérées qui mettent le budget en constant déséquilibre et inspirant des lois démagogiques qui dévorent la richesse sans la laisser se reconstituer, il devient ainsi la cause absolument indiscutable de l'hémorragie des capitaux et de l'anémie des monnaies.

A notre avis, ce facteur politique domine toute la question économique; nous croyons qu'il est vain de chercher à guérir la société économique capitaliste si l'on n'est pas en mesure d'éliminer les causes politiques de sa maladie.

Reste à savoir si nos institutions nous le permettent, mais ceci dépasse notre sujet.

Qu'il soit seulement bien entendu qu'il n'y a pas de fatalité qui pousse invinciblement les peuples vers le socialisme. Le progrès des doctrines de décomposition sociale n'est dû qu'à l'égoïsme, à l'apathie et au manque de virilité et de clairvoyance des classes dites dirigeantes.

Cependant, l'individualisme possède encore des forces latentes insoupçonnées, son potentiel vital est considérable et si ses manifestations ont tendance, actuellement, à s'immobiliser en la forme statique, il s'en faudrait de peu pour que leur dynamisme éclatât et fit reculer pour longtemps les doctrines socialistes qui tendent à le dissocier.

PREMIÈRE PARTIE

INTRODUCTION

Les considérations qui vont suivre relèvent plutôt de la science que de l'art, plutôt de l'histoire de la science que de celle des doctrines, mais le débat sur les monnaies se prolonge depuis trop longtemps, il a fait l'objet de trop de controverses pour que nous n'en donnions pas un historique succinct, au moment où la vertu des métaux précieux est de nouveau mise en question. C'est, en effet, déjà une vieille idée que celle d'affranchir la circulation monétaire de son substratum métallique.

Depuis le temps où la lutte entre les métaux pour la prééminence monétaire se fut terminée par la victoire de l'or et de l'argent, l'homme, tout en reconnaissant et en sanctionnant officiellement leur aptitude à assurer la sécurité et la loyauté des transactions, a constamment cherché à se libérer de leur rigide tutelle, d'autant plus vigoureusement et efficacement que le pouvoir public était plus absolu.

Pour quelle raison l'assujettissement de la monnaie à une base métallique a-t-il toujours été considéré comme une discipline trop rigoureuse ? Nous abordons ici un des aspects psychologiques du problème monétaire.

Rousseau pose en principe que l'homme est naturelle-

ment bon, mais que la Société, en exaspérant ses besoins, le pervertit et le pousse à mal faire. L'opinion du philosophe ne nous donne-t-elle pas la réponse à notre question ?

Le fond naturel d'honnêteté, de loyauté de l'homme l'incite à désirer une monnaie invariable, mais ses besoins, illimités en nombre, s'accroissent sans cesse avec le progrès, d'autant plus que la société développe chez lui un appétit de jouissance qui éclipse ses bons sentiments originels. La monnaie étant le moyen universel de satisfaire tous ses besoins et la quantité de monnaie métallique existant à une époque donnée étant en grande partie indépendante de la volonté de l'homme, celui-ci, pour obvier à l'apparente insuffisance des métaux, a naturellement tendance à recourir à des palliatifs. C'est ainsi que sous des prétextes divers, quelquefois même sans en invoquer d'autre que le fait du Prince, la puissance publique a procédé aux mutations monétaires.

Cette lutte contre la fixité relative de la valeur des métaux précieux s'est manifestée, au cours de l'histoire monétaire, sous des formes différentes.

Jusqu'au ^{xvii}e siècle, alors que la circulation n'était presque exclusivement composée que de métaux précieux et que le problème gravitait autour de la quantité de métal possédé par les États, la puissance publique et quelquefois les particuliers, pratiquèrent les altérations matérielles de la monnaie.

A partir du moment où l'expérience de Laws eut généralisé l'emploi du billet de banque, ces altérations matérielles s'aggravèrent de l'inflation fiduciaire.

Depuis la dernière guerre, les besoins des États devenant sans cesse plus considérables, les dégradations matérielles et l'inflation parurent à certains ne plus répondre aux

besoins de l'heure et des velléités d'abandon pur et simple des anciens systèmes monétaires se manifestèrent.

De nouvelles bases juridiques furent étudiées pour l'étalon de la valeur. Plusieurs économistes proposèrent que les principes sur lesquels seraient construites les nouvelles théories monétaires soient d'ordre purement scientifique et que l'on ne tienne plus compte des « préjugés périmés ». On en arriva ainsi à perdre de vue la véritable fonction de la monnaie et à ne la considérer que comme un moyen de diriger la conjoncture économique.

CHAPITRE PREMIER

ÉTUDE SUCCINTE DES ALTERNATIVES DE LA LUTTE CONTRE LA FIXITÉ DE L'ÉTALON MÉTALLIQUE

§ 1. — DE L'ANTIQUITÉ JUSQU'AU XVII^e SIÈCLE

Pline (An 70) et Gallien (An 200) nous signalent que la première altération de l'auréus, qui valait alors 25 deniers, eut lieu sous Néron. Celui-ci réduisit le denier de $\frac{1}{84}$ à $\frac{1}{96}$ de la livre d'argent tout en lui maintenant la même valeur nominale. Ceci est le premier exemple de ce qu'on appellera plus tard une mutation en appellation. Mais là ne se bornait pas cette modification, la proportion d'alliage de la pièce qui était de 5 p. 100 fut portée à 10 p. 100 et, fait caractéristique, prouvant bien que les manipulations des monnaies se présentent toujours sous les mêmes aspects, il fut interdit, sous la menace de peines graves, de refuser en paiement la monnaie portant l'effigie du Prince, quel qu'en fut le titre.

Aristote, dans son traité de « la Morale » relate que, non seulement les Princes, mais aussi les particuliers, diminuaient habilement, en les grattant, la quantité de métal des monnaies et gardaient pour eux les parcelles précieuses qu'ils fondaient pour en faire de nouvelles pièces.

En France, au XIII^e et au XIV^e siècles, la puissance publique, en état fréquent d'impécuniosité, usa comme d'un droit des altérations de la monnaie. Cette coutume

était considérée par les Princes les plus sages, comme une prérogative royale dont il était absolument légitime d'user dans « l'intérêt du royaume ». Saint Louis, lui-même, en usa, convaincu qu'il exerçait un droit. Les mutations monétaires permettaient en effet à la Couronne d'alléger ses charges, de percevoir les impôts d'une manière plus prompte, en apparence moins pénible pour le peuple que toutes les autres et à laquelle personne ne pouvait échapper, chacun étant frappé proportionnellement à sa fortune.

Cependant, le désarroi qu'apportèrent, au ^{xiv}^e siècle, dans le commerce, ces manipulations, ne tardèrent pas à susciter une vive réaction. Elle se manifesta d'abord à l'Université de Paris, sous la plume de son recteur Buridan qui, dans ses commentaires sur la « Morale et la Politique » d'Aristote, démontra avec ampleur l'inconvénient de ces altérations et l'abus de pouvoir commis par les rois qui s'y livraient de bonne ou de mauvaise foi.

Mais, à cette époque, le véritable courant doctrinaire contre les altérations de la monnaie émane de Nicole Oresme, évêque de Lisieux, grand maître du collège de Navarre et aussi conseiller de Charles V.

Dans son « Traité de la première invention des monnaies et des causes et manières d'icelles » (premier ouvrage consacré exclusivement à un sujet monétaire), Oresme s'élève avec véhémence contre les altérations monétaires, quelle qu'en soit la forme : Mutations en figures, en proportions, en appellation, en poids ou en matière. Il démontre que le gain ainsi réalisé par le Prince est « injuste, contre nature, pire que l'usure ».

Cependant, les protestations de ces maîtres de génie ne semblent pas avoir rendu l'autorité publique plus sage, tant il est vrai que le besoin d'échapper à la discipline des

métaux précieux était déjà impératif. Toutefois, le mérite de Buridan et d'Oresme est d'avoir montré avec précision la nocivité des manipulations de la monnaie et, en donnant à la controverse une ampleur plus grande, de l'avoir introduite dans les écoles où elle va désormais faire l'objet d'études approfondies.

A partir du ^{xv}^e siècle, des critiques de plus en plus vives furent adressées aux falsificateurs de la monnaie ; certains accusèrent ces altérations d'être cause de la hausse des prix qui se produisit dans la deuxième moitié du siècle.

La controverse célèbre qui éclata à ce propos entre Malestroict, Maître à la Chambre des Comptes, Conseiller du Roi Charles IX, et Jean Bodin, professeur de Droit à l'Université de Toulouse, puis Procureur du Roi à Laon, fit apparaître l'importance psychologique du facteur confiance dans les estimations monétaires. C'est la première fois que l'on se préoccupe d'étudier l'influence de la monnaie sur le niveau des prix.

Malestroict prétend en effet « attendu que l'on se plaint à tort, en France, de l'enchérissement de toutes choses ; attendu que rien n'y est enchérit depuis trois cents ans... » Si les prix de toutes choses ont haussé dans des proportions aussi considérables, la cause en est à l'affaiblissement progressif des monnaies, car en réalité « on ne baille point maintenant plus d'or ni d'argent que l'on en baillait il y a trois cents ans... ». Il y a enchérissement apparent et non enchérissement réel. Ce que nous traduirions aujourd'hui, en disant : que l'inflation a émoussé la confiance du public qui demande une plus grande quantité de monnaie pour se prémunir contre sa perte de valeur. Malestroict prétend aussi qu'à l'époque où il écrit, il y a eu hausse des prix sans enchérissement réel ; en d'autres termes, que la

hausse a été proportionnelle à l'affaiblissement de la monnaie. Il prouve la mineure de son syllogisme en comparant les prix du velours, du vin et des grains pendant une période de trois cents ans à l'état des monnaies pendant cette même période et il conclut que la falsification des monnaies est seule responsable de la hausse des prix.

Jean Bodin, dans sa réponse au paradoxe de Malestroict conteste, il est vrai, que la hausse générale des prix est proportionnelle aux altérations monétaires et n'est due qu'à cette cause unique, il estime que parmi les cinq faits qu'il énumère, la mutation monétaire est celle qui a le moins agi sur les prix, mais qu'en tout cas, la hausse est beaucoup plus forte que l'affaiblissement des monnaies.

§ 2. — A PARTIR DU XVII^e SIÈCLE

Au XVII^e siècle, les tentatives pour affranchir l'économie de la tutelle des métaux précieux va reprendre avec une vigueur nouvelle et, semble-t-il, avec une apparence de succès lors de la généralisation de l'emploi du papier monnaie.

Une pièce de monnaie, dit-on déjà, n'est autre chose qu'un bon au moyen duquel il est possible d'acquérir une part de la richesse existante. Or, ce rôle de bon peut être joué par une simple feuille de papier : le billet de banque qui remplace avantageusement le métal précieux.

« Si les hommes s'entre entendaient, dit Boisguilbert, dans sa *Dissertation sur la nature des richesses*, il serait aisé de lui donner son congé (au métal précieux). Nous avons en Europe un moyen bien facile pour mettre ces métaux à la raison et détruire leur usurpation et cela en leur donnant pour concurrent un simple morceau de papier

qui ne coûte rien et remplace néanmoins toutes les fonctions de l'argent ».

Laws, en tentant sa fameuse expérience pensait bien lui aussi que le billet de banque mettrait les métaux précieux à la raison.

Le résultat de cette évolution est, qu'à la veille de 1789, la livre française ne contenait plus que $\frac{1}{86}$ de son poids d'argent fin sous Charlemagne et ne représentait que 1/10^e de la quantité d'argent fin prescrite par Charles V.

L'erreur des réformateurs est d'avoir cru que la richesse consiste en l'abondance du numéraire. Cette erreur entraîna des émissions, souvent considérables, de papier monnaie qui obligèrent l'État à décréter le cours forcé.

Les deux premiers exemples de billets à cours forcé furent au XVIII^e siècle, ceux de Laws et les assignats.

Au XIX^e siècle, les billets de la Banque de France eurent de nouveau cours forcés, en 1848, en 1870 et en 1914. Ces derniers exemples de cours forcés ne furent évidemment pas uniquement dus au désir des Gouvernements de s'affranchir de la tutelle des métaux précieux, ils furent, en grande partie, commandés par les événements. Cependant, par les perturbations auxquelles ils aboutirent, on peut dire qu'ils ont largement contribué à accréditer l'idée que, si la convertibilité en or doit nécessairement être abandonnée en périodes troublées, il n'y a aucune raison, en période normale, de s'en embarrasser. De là, à proposer la suppression de la base or, il n'y a qu'un bien faible écart de doctrine, c'est pourquoi nous voyons dans ces dérèglements des atteintes graves à la saine conception de l'étalon monétaire et un acheminement vers la monnaie sans base métallique.

§ 3. — APRÈS LA GUERRE DE 1914-1919

Depuis 1918, la campagne contre les métaux précieux, contre l'or principalement, puisque la majeure partie des Nations étaient monométallistes or, a repris une virulence nouvelle. Les solutions de facilité que constituaient les émissions répétées de papier monnaie au cours des hostilités, en habituant les Gouvernements et les peuples à une aisance factice contribuèrent à faire accepter l'idée qu'il était désormais possible, nécessaire même, de s'affranchir de la discipline de l'or. Le mirage de la prospérité continue par le moyen de l'inflation de crédit qui obsède encore l'esprit de beaucoup d'économistes étrangers, a fait perdre de vue que si, théoriquement, l'on peut reculer très loin la limite de la dévaluation d'un étalon, il y a pratiquement un moment à partir duquel personne n'étant plus sûr de conserver intacte la valeur du fruit de son activité et ne sachant plus à quoi s'en tenir quant au pouvoir d'achat de la monnaie, celle-ci ne tarde pas à être supplantée, dans l'estimation des valeurs, par la monnaie étrangère la plus stable et par conséquent la plus sûre.

Cependant, les émissions massives de moyens de paiements et de crédit ne parurent pas encore suffisantes à plusieurs économistes anglais et américains, notamment, qui n'hésitèrent pas à déclarer qu'il est parfaitement déraisonnable de faire dépendre la quantité de crédit accordé à l'économie d'un fait qui n'a aucune relation avec son évolution : l'extraction de l'or. Certains, poussant plus avant dans le domaine des prévisions, affirmèrent que la royauté de l'or, que son « fétichisme » étaient terminés.

Keynes, dans l'édition allemande d'un livre intitulé *De la Monnaie* qu'il a fait paraître pour répondre aux cri-

tiques qu'avait suscitées son œuvre maîtresse en anglais *Treatise of Monney*, voit dans les événements importants qui se sont produits depuis la guerre dans le domaine monétaire la fin de la monnaie d'or. Pour lui, la monnaie n'est plus qu'un moyen d'agir sur les prix, de stimuler l'économie, de régulariser la conjoncture.

Sir Strakosch, Sir Mant, membres dissidents du Comité de l'or de la Société des Nations, sont aussi des adversaires résolus de l'étalon d'or. En France, M. Bertrand Nogaro ne déclare-t-il pas aussi : « qu'à son stade actuel d'évolution, la monnaie n'a plus besoin d'aucune espèce de base métallique ? » En résumé, l'argument principal invoqué avec une certaine apparence de vraisemblance par les détracteurs de l'or est, que la baisse profonde des prix mondiaux qui s'est manifestée depuis 1927, est due, sans aucun doute, à une discordance entre l'accroissement des moyens de production dans le monde et la marchandise servant à mesurer la valeur : « l'or ». La manifestation la plus intéressante de cette inquiétude, se trouve dans le premier rapport de la Délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations.

Mais, ces doctrines hardies ne sont pas seulement soutenues par des théoriciens. Des industriels considérables les ont adoptées et préconisent leur mise en œuvre avec une ardeur troublante au point que l'on se demande s'ils réalisent bien les conséquences d'une application pratique. Sir Henry Deterding, directeur de la Royal Dutch, soutient avec véhémence, dans un article paru au *Financial Times*, que le progrès du monde exige que la dictature de l'or soit abolie le plus vite possible. « L'or, maître cruel et stupide, destructeur du Commerce », dit-il, doit être supplanté par un étalon qui permettra à la consommation de se procurer en quantité suffisante les denrées dont elle a besoin.

CHAPITRE II

ARGUMENTS INVOQUÉS EN FAVEUR DE L'ADOPTION DE LA MONNAIE SCIENTIFIQUE

Parmi les causes que nous qualifions d'apparentes, invoquées par les partisans de l'abandon de l'or comme étalon, les plus caractéristiques peuvent être groupées sous quatre rubriques :

- a) Insuffisance des stocks d'or ;
- b) Leur trop grande mobilité ;
- c) Leur mauvaise répartition ;
- d) Stérilisation volontaire de l'or en France et aux États-Unis.

Pour notre part, nous sommes convaincus que la majeure partie des griefs que nous venons d'énumérer et que l'on tient généralement pour des causes, sont en réalité des effets. La *causa remota* du désarroi économique est d'abord la guerre qui a complètement bouleversé les conditions normales de la production, de la répartition et de la consommation des richesses ; la *causa proxima* étant la tentative audacieuse de rénovation de l'économie que l'on a mise en œuvre en Amérique et en Angleterre ; les phénomènes d'une ampleur inaccoutumée qui ont surgi dans l'application de l'étalon d'or, n'étant que les conséquences de ces errements.

Examinons brièvement les causes apparentes de la

faveur actuelle de la théorie de la monnaie scientifique :

§ 1. — INSUFFISANCE DES STOCKS D'OR

Les premières craintes au sujet du rendement des mines d'or se manifestèrent au cours de deux conférences internationales, celle de Bruxelles en 1921, et celle de Gênes en 1922. Ces assemblées conclurent notamment que la structure monétaire d'un pays ne doit pas nécessairement être basée sur l'or et qu'il est possible de trouver un remède à la disette éventuelle du métal précieux. Cette réforme consistait à inclure dans les réserves des Banques centrales, des devises or, qui permettaient d'économiser le métal, de le réserver aux règlements des balances internationales des paiements et d'en faire l'assise du crédit intérieur de Nations. Ce fut le gold-exchange standard ou étalon de change or. Les résultats de l'expérimentation de ce système furent désastreux. Certaines Banques centrales subirent de ce fait des pertes qui, dans plusieurs cas, dépassèrent leur capital social, la Banque de France pour sa part a payé un large tribut à la théorie nouvelle. En décembre 1931, elle était propriétaire de 62 millions de livres achetées au cours de 124,20 sur lesquelles elle perdait plus de 2 milliards. M. Pierre Quesnay, directeur général de la Banque des Règlements internationaux, dans une conférence qu'il fit à l'École de la Paix, en février 1932, a montré toute la nocivité du système et en a fort heureusement prononcé l'oraison funèbre.

Y a-t-il vraiment disette d'or ? Non, affirment MM. Rist, Lansburgh et C. E. Roberts, vice président de la National City Bank, Alix, Baudin. Ces éminentes personnalités n'adoptent donc pas quant à la pénurie d'or les conclusions

pessimistes du premier rapport provisoire du Comité de l'or de la Société des Nations.

Leur conviction vient d'ailleurs de recevoir des faits une confirmation officielle dans le IV^e Rapport annuel de la Banque des Règlements internationaux en date du 15 mai 1934 ; le total de la production d'or, y est-il exposé, a augmenté à une cadence record.

Cette hantise de la disette de l'or, qui pendant plusieurs siècles inquiéta des générations d'économistes, n'est donc pas fondée. Loin de diminuer, la production s'est développée, ainsi tombe de soi-même, un des principaux griefs contre l'étalon d'or¹.

§ 2. — TROP GRANDE MOBILITÉ DES STOCKS D'OR

La seconde critique que l'on adresse à l'étalon d'or est que les stocks de métal précieux sont trop mobiles, ont trop tendance à s'échapper pour se réfugier dans les centres où ils sont à l'abri des risques.

Outre que nous trouvions parfaitement normal que le propriétaire d'une chose en dispose comme il lui convient et la protège notamment contre les razzias dont l'épargne a été trop souvent victime du fait des gouvernements ou de leurs complices, nous voyons dans cette mobilité des

1. « La hantise de la pénurie d'or procède directement des théories qui furent en faveur, notamment dans les pays anglo-saxons, pendant les années qui précédèrent la crise actuelle : théorie de la stabilisation des prix au moyen de la manipulation du crédit, de la « monnaie dirigée », de l'expansion systématique du crédit, soi-disant génératrices de prospérité économique. Idées qui, en somme, consistaient toutes soit à préconiser, soit à justifier l'inflation.

« Aussi bien, les craintes qui se sont fait jour quant à l'insuffisance du stock d'or nous paraissent refléter essentiellement les opinions erronées qui eurent cours ces dernières années en matières de crédit. »

Frédéric Jenny. *Revue d'économie politique* n° 2, 1932. Les projets de restauration du bimétallisme et le problème de l'argent.

stocks d'or un indice certain du fonctionnement normal de l'étalon d'or.

Des mouvements d'or importants ont eu lieu, en effet, de 1920 à 1925 vers les États-Unis. Rien de bien étonnant à cela puisque durant cette période le dollar était la seule monnaie sûre et stable.

De plus, tous les Hôtels des Monnaies ayant été fermés, il était inévitable que l'or disponible se vendit aux États-Unis.

A partir de fin 1926, l'or commença d'affluer en France.

A cette époque, la confiance mondiale dans notre redressement s'est manifestée par une spéculation sans limite à la hausse du franc. L'étranger achetait des paquets de valeurs françaises pendant que les français rapatriaient leurs avoirs à l'étranger.

En ce qui concerne les deux exemples que nous venons de citer, l'afflux d'or n'était donc que le résultat d'opérations normales d'arbitrage.

Quant à l'afflux d'or qui recommença à partir de 1928 aux États-Unis, il fut provoqué par la hausse de la bourse et par l'élévation incroyable du taux de l'argent et cela dans le but de freiner la spéculation du monde entier à New-York.

D'autre part, les événements politiques considérables qui se produisirent à partir de 1930 ne contribuèrent pas peu à alarmer les possesseurs de capitaux. Les élections nationales-socialistes allemandes firent perdre à la Reichsbank, en quelques jours, 1 milliard de son encaisse; la chute de la livre sterling en 1925 provoqua un nouvel afflux du métal en France.

Ainsi, il est donc parfaitement normal que l'or se soit dirigé vers les pôles où il était le plus en sécurité.

Cette mobilité est l'indice d'un bon fonctionnement de l'étalon d'or ; elle prouve que les nations font de lourdes fautes et non pas que l'or est inapte à jouer le rôle d'étalon.

En résumé, les importants mouvements d'or ont fréquemment des causes psychologiques, ils coïncident avec les courants de confiance et de défiance vis-à-vis des monnaies.

A ces courants psychologiques, il faut ajouter les erreurs de jugement dans l'estimation du niveau de stabilisation des monnaies¹.

§ 3. — MAUVAISE RÉPARTITION DES STOCKS D'OR

Examinons maintenant le grief de la mauvaise répartition.

La grande mobilité des stocks a provoqué leur accumulation sur deux pôles : aux États-Unis et en France.

Si l'opinion mondiale trouve assez normal que l'or afflue en Amérique, il n'en va pas de même pour la France que l'on accuse d'accaparer l'or et de forcer ainsi l'étranger à restreindre ses crédits.

Nous serions responsables de la baisse des prix pour cause d'insuffisance de moyens de paiements. Une extraction d'or, même suffisante, dit-on, ne suffit pas à maintenir

1. M. Rist résume ainsi les causes qui ont déterminé les mouvements d'or depuis 1914 :

- 1° Décision trop tardive de stabiliser les monnaies européennes ;
- 2° Graves erreurs dans le choix de certains taux de stabilisation ;
- 3° Falsification de la vraie politique de l'étalon d'or par l'adoption d'une politique d'intervention sur le marché ;
- 4° Immobilisation par les banques des crédits à courts termes du public dans des entreprises à longs termes ;
- 5° Oubli par les dirigeants de certaines Banques Centrales de la règle d'après laquelle la réserve métallique d'un pays doit s'accroître au fur et à mesure qu'il reçoit davantage de réserves des autres pays ;
- 6° Spéculation sans précédent aux États-Unis ;
- 7° Déchaînement, dans les pays ayant le plus besoin de capitaux, de mouvements politiques xénophobes poussés jusqu'à la frénésie.

les prix à un niveau propice, il faut encore une répartition adéquate des réserves mondiales d'or.

Cette question, qui a fait l'objet du second rapport provisoire du Comité de l'or de la Société des Nations, a préoccupé depuis plusieurs années des Économistes éminents.

Sir Arthur Salter, ex-directeur du Service économique de la Société des Nations, a fourni dans son livre *Recovery* une explication plausible des phénomènes qui ont faussé le fonctionnement de l'étalon d'or, principalement de la mauvaise répartition des stocks. Sur ce point se rencontrent d'ailleurs la plupart des auteurs français et étrangers ; mais où les avis diffèrent, c'est sur les remèdes que l'on a préconisés en particulier sur la proposition d'abandon pur et simple de l'or comme base monétaire.

Le Comité de l'or, dans son deuxième rapport, propose la généralisation de la « managed currency », c'est-à-dire le développement des opérations de vente et d'achats de titres sur le marché libre.

En 1931, M. Randolph Burgess, gouverneur général-adjoint de la Banque de Réserve fédérale de New-York et, en France, M. Henri Clerc proposèrent une nouvelle répartition comportant la remise par la France et par les États-Unis d'un stock d'or de 1 milliard de dollars à la Banque des Règlements internationaux (deux tiers pour les États-Unis et un tiers pour la France), qui se chargerait de répartir cette masse entre les nations en mauvaise situation économique et financière.

M. Germain-Martin, dans un article paru en novembre 1931 dans le *Capital*, a fait justice de cette proposition en montrant qu'une nouvelle répartition entre les États ayant leur monnaie plus ou moins avariée ne serait pas un remède à la crise mondiale pas plus que le Gold Exchange

Standard, mais aboutirait à aggraver le désordre, « la monnaie n'étant que le reflet de la situation d'un pays et non le facteur de cette situation.

M. Georges E. Roberts, vice-président de la National City Bank, partage cette opinion :

« La distribution de l'or, disait-il à une réunion de l'American-Club, ne dépend pas des Banques et des Gouvernements ? Pour qu'un pays obtienne ce qu'il considère comme la part d'or qui lui revient il faut que sa situation dans les affaires le justifie. Tout cela s'opérera spontanément si on laisse toute liberté aux mouvements de l'or et si les placements ne sont pas troublés par des inquiétudes politiques¹ ».

M. Rist croit, pour sa part, « qu'on attribue aux Banques d'émissions, dans la constitution de leur propre encaisse, une influence qu'elle n'ont jamais eue et, par suite, à leur politique concertée sur la vie économique des Nations des effets qui dépassent de beaucoup et leurs intentions et leur pouvoir² ».

En réalité, en ce qui concerne la France, on peut affirmer qu'elle n'est pour rien dans l'accumulation de l'or qui s'est produite chez elle. Au moment où la monnaie anglaise était en posture difficile elle fit même tout ce qui dépendait d'elle pour empêcher que l'or fuit de Londres pour se réfugier à Paris.

La pléthore d'or qui s'est produite chez nous est un phénomène précaire dû en grande partie à la crainte des capitalistes du monde entier soucieux de mettre leurs avoirs en sécurité³.

1. Compte-rendu par le *New-York Herald* d'une réunion de l'American-Club.

2. *La question de l'or*, Charles Rist, Sirey, 1931.

3. Cela est si vrai qu'en 1934, au moment où l'étranger pouvait croire que des troubles graves allaient éclater chez nous, un courant inverse d'or s'est manifesté de la France vers l'Angleterre.

D'ailleurs ceux qui nous reprochent le drainage systématique de l'or ne craignent-ils pas de nous voir mettre à profit leur propre expérience et employer les méthodes dont ils usèrent en 1907 au détriment de nombreux États ? L'aveu suivant de Hartley Withers, dans son livre « Q'est-ce que la Monnaie », est assez édifiant !

« Au cours de la crise de 1907 aux États-Unis, Londres attira l'or demandé par New-York, de dix-sept autres pays. Qu'on ne suppose pas que Londres y parvint grâce uniquement à la bonne volonté et à l'intérêt bien entendu de ceux auxquels incombait la responsabilité des mesures monétaires dans les autres centres. Pour une grande part, l'envoi d'or fut forcé et résulta de l'usage résolu que fit la Banque d'Angleterre de l'action aspirante du taux de l'escompte ».

On ne saurait être plus franc !

Il est possible que certains étrangers craignent que nous ayons trop bien profité de la leçon.

Cependant, en ce qui nous concerne, y a-t-il eu vraiment accumulation anormale d'or dans les caves de la Banque de France ? La part de la France dans le stock d'or mondial est-elle de beaucoup supérieure à celle qu'elle possédait avant la guerre ?

Le calcul suivant a déjà servi souvent d'argument contre la thèse de l'actaparement de l'or par la France, il est cependant bon d'en faire de nouveau état.

En 1913, la Banque de France possédait 3 milliards et demi d'or.

A cette époque, on évaluait à environ 6 milliards la quantité d'or en circulation dans le public.

Le stock d'or possédé par la France approchait donc de 10 milliards, soit 50 milliards de 1928.

En 1913, le stock d'or mondial s'élevait à environ 198 milliards.

Ainsi la part de la France ressortait à 25 p. 100 du stock mondial.

En 1933, le stock d'or de la Banque de France était d'environ 82 milliards ; le stock thésaurisé pouvait être estimé à 6 milliards, soit en France, un total de 90 milliards d'or environ.

A la même époque, le stock d'or mondial était de 340 milliards.

La France possédait donc à peu près 27 p. 100 du stock mondial, soit une faible augmentation de 2 p. 100 qui se justifie d'ailleurs fort bien par l'augmentation territoriale due au retour de l'Alsace-Lorraine et aussi par l'afflux des capitaux étrangers venus chercher en France un refuge temporaire. L'exode de ces capitaux depuis les troubles politiques qui ont eu lieu en France en 1934 prouve que la Banque de France n'a pas seule l'initiative des mouvements d'or qui se produisent dans ses caisses.

L'argument de l'aspiration volontaire de l'or par certains pays ne vaut donc pas plus que les précédents.

§ 4. — STÉRILISATION DE L'OR EN FRANCE ET AUX ÉTATS-UNIS

Le phénomène de la stérilisation se produit, d'après ceux qui croient l'avoir observé en France et aux États-Unis, quand le stock d'or d'une nation progresse sans que s'accroissent proportionnellement l'ensemble de ses moyens de paiements.

Les détenteurs d'importants stocks d'or, principalement la France auraient volontairement limité le volume de

crédits que leur stock de métal leur permettait de consentir.

Cette insuffisance de crédit aurait eu pour principales conséquences la baisse des prix mondiaux et la crise.

Telle est la thèse soutenue par Sir Henry Strakosh dans l'appendice C. à son mémorandum accompagnant le premier rapport provisoire de la Délégation de l'or de la Société des Nations.

Sir Strakosh donne une preuve statistique du parallélisme de la chute des prix et de l'absorption, à cette époque par la France, l'Argentine et les États-Unis de l'or nouvellement produit dans le monde.

Bien qu'il soit possible de prouver, en étudiant les bilans de la Banque de France, qu'à l'époque où écrivait Sir Strakosh, à une augmentation importante de notre stock d'or correspondit un accroissement sensible des engagements à vue (portefeuille d'escompte et avances), on peut aussi affirmer qu'une Banque d'émission n'est à aucun moment maîtresse de créer à volonté des crédits qu'on ne lui demande pas.

Même en possession d'un stock considérable de métal, elle ne peut sans risquer d'aggraver une situation économique déjà mauvaise, dispenser du crédit que l'état des affaires ne justifie pas. Ce crédit ne servirait qu'à permettre aux entreprises non viables, de prolonger une existence précaire sans éviter, par la suite, leur disparition inévitable.

Peut-être Sir Strakosh déduit-il des pourcentages de couverture des Banques Centrales (à cette époque, 34 p. 100 à la Banque d'Angleterre, 79 p. 100 à la Banque Fédérale de réserve, 54 p. 100 à la Banque de France), des indices de l'abondance des crédits accordés ? S'il en est ainsi, nous

croyons qu'il n'est pas raisonnable d'asseoir une opinion sur cette base.

En ce qui concerne l'Angleterre, si la proportion de l'encaisse métallique aux engagements à vue de la Banque d'émission apparaît à cette époque plus faible qu'avant 1914, c'est qu'à la circulation propre de la Banque se sont ajoutées les currency notes créées par l'État anglais pendant la guerre et non parce qu'il y a eu accroissement des crédits consentis.

« Si la marge d'élasticité de la Banque d'Angleterre, dit M. Rist, apparaît inférieure à ce qu'elle était avant la guerre, c'est qu'une partie de l'encaisse est absorbée — dirons-nous « stérilisée » ? — par la nécessité de fournir une couverture à la circulation nouvelle »¹.

Les Banques fédérales de réserves américaines n'ont pas échappé au reproche d'avoir stérilisé l'or de 1921 à 1927.

Pour qui connaît l'organisation bancaire américaine et comment elle fonctionna pendant cette période, cette accusation peut surprendre.

En premier lieu, ce ne sont pas les Banques fédérales qui accordent les crédits aux particuliers, elles n'ont pas de dépôts inscrits au nom du public, ce sont les banques affiliées qui se chargent de servir les demandes de crédit. La loi bancaire leur en donne la large possibilité.

Pour pouvoir conserver dans leurs caisses les dépôts des particuliers, elles doivent elles-mêmes effectuer un dépôt de garantie chez les Banques fédérales. La proportion de ce dépôt de garantie à l'importance des dépôts de particuliers qu'elles sont autorisées à conserver varie, mais il a été calculé qu'en moyenne, pour un dollar de garantie

1. Charles Rist. *La question de l'or*, librairie du Recueil Sirey.

déposé à la Banque fédérale, la banque affiliée peut conserver 10 dollars de dépôts particuliers, c'est-à-dire mettre en circulation dix fois plus de moyens de paiements.

Quand l'encaisse or de la Banque fédérale atteint 70 p. 100 de ses dépôts, c'est-à-dire quand les dépôts des banques affiliées sont couverts à raison de 70 dollars pour 100 dollars de dépôts, il en résulte que ces 70 dollars d'or couvrent, en réalité, 1.000 dollars de dépôts dans les banques affiliées. Or, dans la période que nous considérons, nous remarquons que si l'augmentation du stock d'or des États-Unis a été de 1.300 millions de dollars, les dépôts des banques américaines ont progressé de 16 milliards de dollars. On ne peut donc pas, dans ce cas, parler de stérilisation de l'or.

Nous croyons et nous étudierons dans la suite de ce livre, que ce n'est pas la stérilisation de l'or qui a causé la crise, mais cette énorme inflation de moyens de paiements.

En France, nous n'avons pas assisté à une semblable débauche monétaire ; il n'y a cependant pas eu stérilisation de l'or puisque les émissions de billets et de dépôts à vue ont progressé en même temps que les quantités d'or importées.

En définitive, s'il y a bien eu accumulation de l'or en France et aux États-Unis, il n'y a certainement pas eu stérilisation.

Du reste, il n'est besoin pour trancher d'une manière générale cette question que de se reporter aux documents réunis par le Secrétariat de la Société des Nations.

En 1913, le stock d'or monétaire mondial était de 7.489 millions de dollars.

En 1918, ce stock était de 10.554 millions de dollars soit 40 p. 100 de plus.

Dans la même période, les chiffres totaux de la circulation des billets de banque, des engagements à vue des banques d'émission et des dépôts à vue dans les banques privées sont passés de 28.688 millions de dollars en 1913 à 67.403 millions de dollars en 1928, soit, en quinze ans, une progression considérable de 135 p. 100. Autrement dit l'accroissement de la production des moyens de paiements dans le monde a été trois fois plus fort que celui des stocks d'or.

D'autre part, si l'on considère que de 1913 à 1928 les investissements de capitaux à l'étranger par l'Angleterre, l'Amérique et aussi, quoique dans une plus faible mesure par la France, n'ont cessé de croître dans de grandes proportions et que, dans le même temps, la population du monde n'augmentait que de 7 p. 100 ; on peut croyons-nous conclure que les arguments accumulés pour justifier la thèse de l'abandon de l'étalon d'or ne sont pas probants.

Malgré l'évidence de ces faits et les résultats néfastes de l'inflation de crédit dans le monde, il est encore malheureusement possible de lire dans de nombreux journaux étrangers, qui ont une influence prépondérante sur l'opinion publique, des erreurs telles que celles que nous relevons, en 1934, dans le *Daily Mail*¹.

1. Last week's return of the Banque de France shows an enormous increase in gold holdings. The orthodox method of increasing credit against an increase in gold is not being followed.

On the contrary, the return shows

La dernière situation hebdomadaire de la Banque de France fait apparaître un énorme accroissement de l'encaisse or.

La méthode orthodoxe qui consiste à augmenter les crédits consentis chaque fois que le stock d'or augmente, n'est pas suivie ici.

Au contraire la situation de la

signs of contraction of credit. This deflationary move tends to cause gold prices to fall, which in turn hampers the efforts to cause prices to rise in countries off gold.

France is still sterilising a large portion of the world's gold supplies.

American situation.

Turning to the United States, we find President Roosevelt desirous of increasing the issue of his silver certificates.

Sterling factors.

As far as our position is concerned, sterling is suffering from its usual autumnal strain. There is also a tendency on the part of foreign countries with funds in London to repatriate them.

In addition, the gap between our exports and imports is again widening, so causing a persistent offering of our currency—a fact which is not being overlooked by Continental currency speculators who specialise in operating on the bear tack.

This indicates gold exports from Great Britain. Our Exchange Fund is believed recently to have supported the pound by selling some of its gold. This gold also has found its way to the Banque de France and has been sterilised with the rest.

Possible remedy.

When one turns to a possible remedy for this currency chaos, one finds experts disagreeing one with the other. An outstanding authority on the subject, with whom I have discussed the position at great length, is emphatic that the solution lies in the direction of France abandoning her deflationary policy.

He advocates that the gold received in France should be allowed to have its natural effect of expanding credit. This, he contends, would drive the franc to its gold export point and so

Banque fait apparaître une restriction des crédits.

Cette déflation tend à faire baisser les prix or et par suite contrarie les efforts faits dans les pays ayant abandonné l'or, pour faire monter les prix.

La France stérilise toujours une large partie des réserves mondiales d'or.

American situation.

Nous tournant vers les Etats-Unis, nous trouvons le Président Roosevelt désireux d'augmenter l'émission de ses certificats argent.

Sterling factors.

En ce qui nous concerne, le sterling souffre de son habituelle tension automnale.

Les nations étrangères ayant des capitaux à Londres ont aussi une tendance à les rapatrier.

De plus le déséquilibre entre nos importations et nos exportations s'accroît de nouveau, causant ainsi des offres persistantes de nos devises.

Tout ceci signifie des exportations d'or de Grande-Bretagne. Notre fonds d'égalisation des changes a dû récemment soutenir la livre en vendant une partie de son or.

Cet or aussi a pris le chemin de la Banque de France et a été stérilisé avec celui qui s'y trouve déjà.

Possible Remedy.

Si l'on cherche un remède à ce chaos monétaire, on trouve d'abord les experts en complet désaccord.

Une autorité avec laquelle j'ai discuté la question tout au long m'a dit avec emphase que la solution est du côté de la France abandonnant sa politique déflationniste. Cette autorité soutient que l'on devrait permettre à l'or importé en France de produire son effet naturel qui est l'expansion du crédit. Ainsi le franc sera ramené à son gold point de sortie et les importations d'or d'Amérique cesse-

stop gold imports from America, leaving President Roosevelt free to pursue his silver policy by which means he hopes to achieve a rise in commodity prices.

As for France's export trade, he believes that the rise in gold prices would be counteracted by a simultaneous advance in world prices, leaving the export situation apart from a small time lag unchanged.

Daily Mail du 27 août 1934.

raient, ce qui permettrait au Président Roosevelt de poursuivre sa politique de l'argent, au moyen de laquelle il espère obtenir une hausse des prix.

Comparaison de l'augmentation des stocks mondiaux d'or et de la circulation mondiale des moyens de paiements pendant la période de 1913 à 1928.

(Chiffres statistiques réunis par le Secrétariat de la Société des Nations.)
(En millions de dollars.)

MOYENS MONDIAUX de paiements.	FIN 1913	FIN 1928	POURCENTAGE d'augmentation de 1913 à 1928.
Stocks mondiaux d'or.	7.489	10.554	40 p. 100
Circulation mondiale des billets.	8.051	16.836	100 p. 100 environ.
Engagements à vue des Banques d'émission.	1.222	5.346	350 p. 100 —
Dépôts à vue dans les Banques privées . . .	19.415	45.221	130 p. 100 --
Totaux. . . .	28.688	67.403	135 p. 100

DEUXIÈME PARTIE

LA MONNAIE SCIENTIFIQUE. — EXPÉRIENCES RÉCENTES

INTRODUCTION

IMPRÉCISION DES DOCTRINES AYANT POUR BUT LE REMPLACEMENT DE L'ÉTALON D'OR. OPINIONS DES PRÉSIDENTS DES BIG-FIVES. CONFUSION FRÉQUENTE ENTRE ABANDON DE L'ÉTALON D'OR ET ABANDON DE LA CONVERTIBILITÉ.

Nous venons d'examiner les griefs que l'on fait à l'or étalon de la valeur et les causes du mouvement en faveur de la monnaie scientifique. Il y a lieu, dès à présent, d'approfondir la technique de ce nouveau système, d'en faire la critique et d'en tirer la conclusion qu'il est réalisable ou utopique.

Malheureusement, sauf pour la théorie du professeur américain Irving Fisher, il n'a pas encore été publié de traité systématique de cette question. Les solutions qui ont été proposées pour le remplacement de l'or sont fort imprécises, et il semble que ses plus ardents détracteurs n'aient pas une conception très nette de l'étalon par lequel on pourrait le remplacer.

Nous connaissons bien un certain nombre de déclarations oratoires indiquant que l'on cherche à résoudre le problème,

mais leur imprécision est telle, qu'il est douteux que l'on soit sur la bonne voie.

Les Présidents des « Big Fives » de Londres, dans les discours qu'ils ont prononcés à l'occasion des Assemblées de 1931, c'est-à-dire à l'époque où les attaques anglaises contre l'or étaient les plus virulentes, ont déçu ceux qui attendaient avec curiosité, leur opinion sur la question de la monnaie scientifique si fort en honneur, cependant, en Angleterre, à cette époque.

D'après M. Mac Kenna, Président de la Midland Bank, la croyance à l'étalon d'or serait enfantine : « parce qu'il ne peut pas maintenir stable la valeur de la monnaie ».

Ainsi que le fait remarquer, dans le *Capital*, un auteur anonyme, cela revient à peu près au même que d'accuser le thermomètre de ne pas maintenir une température uniforme.

M. Goodenough, président de la Barclay's Bank, paraît plus réservé quant aux innovations de toutes sortes préconisées par ses confrères. Il ne peut cependant résister au désir d'effrayer les possesseurs des plus gros stocks d'or par l'évocation des pertes considérables qu'ils subiraient au cas où la majeure partie des nations viendraient à répudier l'étalon d'or.

Le Président du Board of Trade a exposé, dans un banquet, et avec une conviction impressionnante, qu'au cours des derniers mois « la livre sterling n'avait pas varié, mais que l'or seul avait subi de fortes fluctuations. »

Sir Henry Strakosch a émis sur les mouvements internationaux de capitaux, des théories audacieuses qui l'ont d'ailleurs entraîné dans une ardente polémique avec M. Moreau, gouverneur honoraire de la Banque de France

Les comptes rendus de ces grandes banques, ne nous

fournissent donc pas, sur cette intéressante question de l'étalon scientifique, les éclaircissements que nous en attendions.

De plus, la lecture des informations économiques et des comptes rendus des discours nous révèle qu'en général il règne une grande confusion dans l'emploi des termes techniques. C'est ainsi que l'on confond couramment : abandon de l'étalon d'or et abandon de la convertibilité or.

Un exemple typique de cette erreur peut être trouvé dans un document publié par la Banque des Règlements internationaux, sous la signature de son président, M. Gates W. Mac Garrah.

Il s'agit de l'état semestriel des recettes et des paiements effectués par la B. R. I. en sa qualité de trustee de l'Emprunt international 5 1/2 p. 100 1930 du Gouvernement allemand.

Dans la note I, publiée à la suite de ce tableau, nous lisons : « Après que la livre sterling et la couronne suédoise eurent cessé d'être basées sur l'étalon-or, les mensualités, etc... ».

Jamais la couronne suédoise ni la livre sterling n'ont cessé d'être basées sur l'or. Elles ne sont plus, momentanément convertibles, mais aucune loi n'est intervenue pour donner à ces monnaies une autre assise que l'or.

Il est regrettable qu'une telle confusion dans les termes puisse être découverte dans un semblable document et sous une signature aussi autorisée.

Dans ce domaine, si spécial et si difficile de la monnaie, il est pourtant nécessaire d'être, avant tout, maître du sens des expressions.

Cette imprécision provient, en partie, de ce que beaucoup de personnalités de premier plan, peu versées dans

les questions monétaires, ont cru devoir proposer des solutions qui ont été souvent prises en considération, en raison du prestige et de l'influence de leur auteur. Dans les périodes troublées, les sauveteurs se révèlent nombreux ; ils ajoutent généralement au désarroi, jusqu'au jour où surgit une volonté qui s'impose à tous.

Chacun se souvient encore des interviews donnés en 1931, au « Financial Times » par Sir Henry Deterding, sur la « nocivité de l'or, destructeur du commerce ».

Nous lisons chaque jour dans des journaux financiers, les plaisantes trouvailles de sénateurs américains.

Nous avons même vu des économistes et des financiers, que l'on avait cependant l'habitude de considérer comme sérieux, émettre des théories les plus imprévues et les plus déconcertantes.

Rien d'étonnant, dès lors, s'il règne un tel désordre dans les esprits en matière de théories monétaires. Il faut que les économistes français, à peu près seuls à tenir tête à ce flux réformateur, aient une religion bien solide et des convictions bien arrêtées pour n'avoir pas versé dans l'idéologie commune.

Leur position est, il est vrai, très forte parce qu'elle est de bon sens, étayée par les lois les plus inéluctables et confirmée par une expérience séculaire.

Doit-on conclure que de tout ces projets plus ou moins chimériques, il n'y ait rien à tirer de profitable pour la connaissance des systèmes monétaires. Ce serait manquer de sagacité. Mais il est nécessaire, pour apprécier objectivement les réformes proposées de les dépouiller de ce qu'elles contiennent de trop partial, de trop évidemment dicté par l'unique égoïsme national de certains, qui, sous couvert de sauvegarder l'intérêt général, cherchent avant tout, à

assurer à leur propre pays, des avantages particuliers.

En un mot, il faut élever le débat jusqu'au domaine purement scientifique, où débarrassé des rivalités mesquines d'intérêts, la discussion raisonnée permettra de retenir ce qui est bon et sain et d'écarter ce qui est utopique et dangereux.

CHAPITRE PREMIER

ÉTUDE TECHNIQUE DES DIFFÉRENTS SYSTÈMES DE MONNAIE SCIENTIFIQUE

SECTION I

§ 1. — DÉFINITION DE L'ÉTALON SCIENTIFIQUE OPPORTUNITÉ DE SA RECHERCHE

On peut grouper sous l'appellation de monnaie scientifique tous les systèmes anciens ou nouveaux qui, s'écartant plus ou moins de la doctrine monétaire de l'école classique, ont pour objet l'amélioration ou le remplacement de l'étalon d'or et pour moyen commun une action concertée sur la valeur de la monnaie, après observation scientifique de ses variations. « A problèmes nouveaux, situations nouvelles, dit-on ». Les perturbations monétaires qui se sont manifestées depuis quelques années et qui dépassent, en ampleur et en durée, tout ce que la science économique avait observé jusqu'à présent, prouveraient que les anciennes lois ont été prises en défaut et qu'il serait nécessaire de ne plus laisser la monnaie sous la seule dépendance des règles automatiques qui la gouvernaient. Il importerait, au contraire, par la pratique d'une politique appropriée, d'intervenir systématiquement dans le domaine monétaire afin de stabiliser le pouvoir d'achat de l'étalon et, par suite, le niveau des prix ; le résultat final escompté étant la suppression des mouvements cycliques de faible amplitude.

Une objection vient immédiatement à l'esprit. A-t-on vraiment affaire à des phénomènes nouveaux ? Ne prend-on pas les réactions provoquées par les remèdes appliqués, pour les phénomènes eux-mêmes ?

En bref, la caractéristique du trouble qui règne actuellement en matière monétaire n'est-elle pas la confusion constante de l'effet et de la cause ?

A notre avis, nous nous trouvons aujourd'hui devant des manifestations économiques et monétaires dont l'origine est absolument normale, classique, mais qui ont été démesurément compliquées et simplifiées par les traitements nouveaux qui ont été employés. Ce sont bien les réactions qui sont nouvelles et non les phénomènes.

SECTION II

§ 1. — DIFFÉRENTES CONCEPTIONS DE L'ÉTALON SCIENTIFIQUE

Quelles sont donc ces théories qui, tel un baume bien-faisant, prétendent guérir les blessures de la société économique.

1^o A-t-on seulement en vue l'abandon de la circulation intérieure de l'or dont l'unique fonction consisterait à maintenir, par le jeu des gold-points, la stabilité du change. Non évidemment, car ce régime est celui sous lequel vivent actuellement la plus grande partie des nations du monde.

2^o Ou bien, envisage-t-on, tout en conservant la base métallique-or, de faire varier la puissance d'achat de la monnaie, sa teneur, en fin, de façon à maintenir une stabilité relative des prix et des profits.

3^e Poursuivant toujours la stabilité des prix et des profits, peut-être croit-on pouvoir par des alternatives d'accroissement et de diminution de la masse fiduciaire maintenir à la monnaie un pouvoir d'achat constant.

Il est certain que cette pensée est à l'origine de toute les théories qui sont écloses depuis la guerre. Les économistes américains, principalement Fisher, dans sa théorie du « Stable dollar », croient pouvoir, par une politique appropriée, maintenir non seulement le prix des marchandises, mais aussi conserver à la monnaie, un pouvoir d'achat constant permettant d'éviter les manifestations cycliques des crises et, par suite, de conjurer le chômage. Cette doctrine, fort ingénieuse, n'a pas donné à l'usage les résultats tangibles que l'on escomptait. Nous verrons plus loin quel enseignement on en peut tirer.

4^e Peut-être envisage-t-on enfin, l'abandon de l'or comme étalon et son remplacement pur et simple par un étalon abstrait de la valeur. La question devient alors plus complexe et plus intéressante. Elle est certainement logique, car, si l'or a vraiment tous les défauts et tous les inconvénients qu'on lui prête, nul doute qu'il faille aller résolument de l'avant et trouver une autre base monétaire.

§ 2. — ÉTUDE DE L'ÉTALON A BASE OR ET A POUVOIR D'ACHAT VARIABLE. — IMPORTANCE DE LA THÉORIE QUANTITATIVE DE LA MONNAIE DANS LA MÉTAPHYSIQUE DE CETTE CONCEPTION MONÉTAIRE.

Laissons de côté la première de ces propositions qui ne présente rien de saillant et examinons les seconde et troisième théories qui présentent notamment comme point commun la conservation de la base or ; la troisième théorie

ayant de grandes analogies avec la seconde, puisque accroître la circulation fiduciaire sans accroître la couverture équivaut en définitive à diminuer le taux de convertibilité de l'étalon.

Chacune de ces théories préconise un étalon dirigé de telle façon qu'il conserve un pouvoir d'achat constant.

Le principe n'est pas nouveau, seule sa mise en œuvre systématique par le *Fédéral réserve System* est nouvelle. Nous ne nous étendrons donc pas sur la description de ce procédé très connu qui a d'ailleurs fait l'objet d'intéressantes études et de nombreux commentaires. Nous n'en donnerons qu'une esquisse rapide, ce que nous recherchons particulièrement étant de savoir si les dirigeants du *Fédéral Réserve Board* sont parvenus, ainsi que le désirait Fisher, à se débarrasser du fétichisme de l'or, en créant un étalon scientifique.

Dans ce système, le métal passe en effet au second plan.

La valeur de la monnaie sera désormais, dans une certaine mesure, indépendante du stock d'or ; elle dépendra uniquement de l'initiative d'hommes de science qui auront pour tâche de l'élever ou de l'abaisser en fonction des indices généraux des prix.

La principale difficulté consistait à créer un réseau complet et précis d'informations économiques permettant de calculer la pièce maîtresse du système, l'indice révélateur du mouvement des prix.

Il faut reconnaître que dans ce domaine on est parvenu, en Amérique, à un degré de perfection qui n'a été atteint nulle part ailleurs. Des centres d'études statistiques ont été créés, où de l'observation scientifique des mouvements

des échanges, de l'activité des transports, de l'examen approfondi du bilan des banques, notamment des fluctuations des escomptes, des avances et des dépôts, du niveau général des salaires, etc., on est parvenu à dégager un grand nombre d'enseignements qui, concrétisés sous forme de courbes et pondérés grâce à des procédés mathématiques de plus en plus perfectionnés, ont fourni des directives extrêmement précieuses.

Nous savons que la théorie que nous étudions a pour but de remédier aux mouvements d'appréciation et de dépréciation de l'or, accusés de faire naître les alternances de prospérité et de dépression économiques. Par quel moyen remédier à ces mouvements ? En ne faisant plus reposer le volume du crédit sur la quantité d'or accumulée dans les caves des banques d'émission, en contrôlant le volume des crédits.

Ce serait, dit-on, une grande erreur que de persévérer dans les errements du passé et de faire dépendre le volume du crédit d'un fait qui n'a aucune relation avec les besoins de l'activité économique : la production plus ou moins abondante de l'or.

Les économistes de l'école américaine, croient avoir découvert les procédés permettant d'atteindre ce but.

Leur technique, brièvement résumée, comporte deux moyens :

1^o Les variations du taux d'achat des acceptations bancaires et les variations du taux de l'escompte des effets commerciaux ;

2^o Les achats et ventes massifs sur le marché monétaire, de titres d'État, notamment de bons et obligations du trésor.

Dans les périodes de prospérité, on augmente le taux de

l'escompte et on vend de grandes quantités de titres ; on diminue ainsi la masse monétaire en circulation. Dans les périodes de ralentissement économique on abaisse le taux de l'escompte et on achète des titres d'État pour rétablir l'aisance monétaire. On admet donc, *à priori*, que le niveau des prix est fonction de la masse monétaire ; on croit à l'exactitude de la théorie quantitative de la monnaie et l'on néglige complètement les autres facteurs quantitatifs ainsi que les facteurs qualitatifs, purement psychologiques. Ceux-ci seraient « absorbés », « neutralisés » par le facteur monétaire quantitatif.

Telle est la doctrine admise par Irving Fisher, doctrine synthétisée par le professeur américain dans cette phrase qu'il prononçait, en 1924, et qui montre bien quel crédit il accorde à la théorie quantitative :

« Le niveau général des prix, disait-il, ne peut s'élever d'une façon un peu durable, que par suite d'un accroissement de la circulation et ne peut baisser que par suite de sa diminution »¹.

Cette croyance à la toute puissance du facteur monétaire, fort répandue en Amérique, d'autant plus qu'elle laissait entrevoir la possibilité du maintien perpétuel du niveau élevé des prix et par suite des profits, a été la cause, le motif déterminant, de toutes les initiatives monétaires prises aux États-Unis.

A notre avis, là est l'erreur capitale commise par les dirigeants du Fédéral Reserve Board. Pour échapper à un mal probablement illusoire, ils ont fait naître de redoutables incidences qui ont aggravé la crise dans le temps et dans l'espace.

1. Bertrand Nogaro. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*.

§ 3. — CRITIQUE HISTORIQUE ET DISCUSSION DE LA THÉORIE
QUANTITATIVE COMME LOI DE VARIATIONS DES PRIX. —
AUTRE EXPLICATION DES VARIATIONS DES PRIX : LES
REVENUS DES PARTICULIERS

En effet, des investigations récentes ont permis d'affirmer que la masse monétaire en circulation peut n'avoir aucune influence sur l'étalon et, par suite, sur le niveau des prix. Cette importante observation a été confirmée par l'expérience, en France, notamment de 1920 à 1924 et dans de nombreux cas à l'étranger¹.

Actuellement, malgré un accroissement énorme de la circulation fiduciaire, les prix ont subi une baisse profonde et continuent de sombrer.

Encore s'agit-il d'un cas d'inflation massive exceptionnellement volumineuse, à plus forte raison, dans les cas de variations peu importantes, est-on fondé à croire que le niveau général des prix ne s'en trouve pas sensiblement affecté.

Nous ne méconnaissions pas la valeur des objections que l'on peut tirer des faits historiques semblant justifier l'hypothèse de la théorie quantitative, notamment des

1. L'Histoire monétaire en France ou à l'Etranger, à partir de 1920, n'est qu'une longue suite de démentis, sans cesse répétés à cette concordance alléguée entre les mouvements des prix et de la circulation. On a vu les prix monter tantôt sans accroissement sensible de la circulation, tantôt, tout au moins, sans accroissement correspondant. On les a vus baisser sans fléchissement appréciable de la circulation. Et on les a vu demeurer quasi immobiles malgré d'amples augmentations de la circulation. Discordances parfois cycliques, avons-nous remarqué, analogues à des discordances semblables maintes fois observées avant la guerre. Mais souvent discordances dues au change. La toute puissance du change sur les prix s'est manifestée de façon saisissante dans nombre de pays et durant nombre d'années. Du change et de la circulation, c'est le change qui, en des dizaines d'expériences, nous est apparu dominant les prix. Et la circulation restait sans influence ou obligée de suivre avec retard des forces qu'elle ne maîtrisait pas et qui l'entraînaient. (Albert Aftalion : *Monnaie, prix et change*.)

haussees qui se sont produites au xvi^e siècle, au milieu du xix^e et au début du xx^e siècle, hausses que certains attribuent à l'énorme afflux de métaux précieux dû à la découverte de nouvelles mines ou à une meilleure exploitation des mines existantes.

Cependant, nous croyons qu'une étude approfondie du mécanisme de ces élévations du niveau des prix, à ces différentes époques, peut faire apparaître d'autres facteurs de hausse dont il est d'ailleurs extrêmement difficile de connaître la part d'influence sur le niveau des prix.

Au xvi^e siècle, par exemple, ne peut-on voir une cause de hausse des prix dans l'altération de la monnaie par l'autorité publique et dans le ralentissement de la production dû aux troubles guerriers ?

Le grand débat scientifique au cours duquel de Malesroit, Conseiller du Roi Charles IX, et Jean Bodin, discutèrent des causes de « l'étrange enchérissement de toutes choses au xvi^e siècle », semble bien avoir eu pour résultat de prouver, dès cette époque, que, si la quantité de numéraire peut avoir une influence sur les prix, elle n'est pas seule à en déterminer le niveau et qu'au surplus son action n'est pas décisive. Jean Bodin, qui le premier formula l'idée de ce qu'on appelle la théorie quantitative, nous cite, dans sa « Réponse aux paradoxes de M. de Malestroit, touchant le fait des monnaies et l'enchérissement de toutes choses » (1578), entre autres causes capable d'influencer les prix : les monopoles, c'est-à-dire les coalitions de marchands, artisans, compagnonnages et confréries dans le but d'asseoir les prix en vue de l'exploitation concertée du consommateur.

De même la hausse des prix du début du xx^e siècle ne peut-elle être attribuée au développement du Standard of

living des individus, à l'augmentation de leurs besoins due aux rapides progrès de la science et aussi aux groupements nombreux qui se sont formés : syndicats, konzern, consortium, cartels, trusts, dans le but de faire échec à la concurrence ?

Dans la période postérieure à la guerre, les observations des mouvements du niveau général des prix dans les différents pays sont venues confirmer celles qui ont été effectuées aux cours des siècles passés.

En Allemagne notamment, dans la période comprise entre 1918 et 1923, c'est-à-dire pendant la crise monétaire, les fluctuations de l'indice des prix semblent être surtout commandées par le change et non par les variations de la circulation.

L'étude de l'expérience tchécoslovaque, réalisée de 1919 à 1923, aboutit à des conclusions identiques.

De même en Autriche, en 1922-23, le niveau des prix ne paraît pas avoir été affecté par l'énorme accroissement des moyens de paiement.

L'action quasi-automatique que l'on avait l'habitude de reconnaître au volume de la circulation fiduciaire sur le niveau des prix nous apparaît alors douteuse.

D'autre part, une analyse plus complète des conséquences de l'augmentation ou de la diminution des moyens de paiements peut en révéler une à laquelle on n'a pas pensé et qui paraît cependant neutraliser l'action en hausse et en baisse communément admise. Il s'agit de l'action des variations du volume des instruments monétaires *sur la production*, sur l'offre des marchandises.

En effet, une augmentation de la circulation stimule l'octroi des crédits aux industriels par les banquiers dont les comptes de dépôts se sont gonflés. Ces nouveaux cré-

aits à la production ont pour effet d'accroître l'offre des marchandises, par conséquent de tendre vers une baisse des prix compensatrice de la hausse que pourrait provoquer la multiplication des moyens de paiement.

De l'ensemble de ces observations, il ressort que la théorie quantitative comme loi des variations des prix a été trop fréquemment prise en défaut pour suffire à expliquer seule ces fluctuations.

MM. Nogaro et Aftalion ont émis une intéressante théorie qu'ils ont vérifiée dans une série de cas concrets. Elle tend à prouver le synchronisme des variations du change et des prix dans les périodes de troubles monétaires.

M. Aftalion, dans son livre « *Monnaie, prix, change*, met en lumière un autre facteur important des variations de la puissance d'achat de la monnaie : le revenu des particuliers. Ce n'est pas la masse monétaire en circulation qui influe sur les prix, elle ne devient une cause de variations que si elle coïncide avec une augmentation effective du revenu de chacun et dans la mesure de cette augmentation seulement.

« Les mouvements de la circulation, lorsqu'ils ne modifient pas les revenus, deviennent l'effet et non la cause des prix », dit M. Aftalion.

Les revenus de la masse augmentent lorsque l'État ne recourt plus, pour couvrir ses dépenses, au moyen normal de l'impôt, mais procède à une émission de pouvoir d'achat.

Ces importantes constatations ont fait faire de sérieux progrès à la connaissance des phénomènes monétaires.

§ 4. — ÉCHEC DE LA TENTATIVE DE DIRECTION DE L'ÉTALON AUX ÉTATS-UNIS A PARTIR DE 1925. — SES RÉPERCUSSIONS.

Mais, si en France, dans les milieux scientifiques tout au moins, la théorie quantitative a été reléguée au second plan, il est malheureusement des nations, notamment les États-Unis, qui l'admettent encore intégralement et qui croient encore pouvoir stabiliser prix et étalon par le moyen de la direction du crédit.

Ces nations donnent un bel exemple de désarroi ; leur audacieuse thérapeutique trouble profondément l'économie du monde.

Cette persistance dans l'erreur tient peut-être au succès apparent obtenu par l'action des Banques de réserve en 1922, au début de leur intervention dans le domaine monétaire. Il faut reconnaître, en effet, qu'à cette époque, c'est-à-dire à la suite de la crise de 1920, la politique monétaire américaine avait coïncidé avec une sensible renaissance de l'activité des affaires. Le niveau des prix conservait une stabilité relative qui paraissait justifier la nouvelle doctrine.

Des économistes réputés, notamment en Angleterre, M. Mac Kenna s'enorgueillissant de ce succès, pouvaient affirmer que l'or était désormais remplacé, comme étalon, par le dollar ».

Mais pouvait-on vraiment attribuer cette stabilité du pouvoir d'achat de l'étalon à l'intervention des banques de réserve ? La suite des événements incline fortement à penser que cette intervention n'était vraisemblablement pour rien dans les résultats obtenus et qu'il fallait plutôt attribuer ce succès apparent à la réorganisation industrielle

préconisée et mise en œuvre par le ministre du commerce de l'époque, M. Hoover, dont la formule était : « organisation rationnelle du travail et développement de sa productivité par les hauts salaires et par une politique adéquate du prix de revient et de baisse des prix de vente ».

A partir de 1927, commencèrent, en effet, les échecs qui vinrent jeter le doute dans les esprits les plus avertis.

A cette époque, l'activité des affaires ayant subi un ralentissement, les banques fédérales et réserve intervinrent sur le marché par les procédés habituels. Le taux officiel de la Fédéral Réserve Bank de New-York, fut abaissé. Dans le même temps, on procédait à des achats massifs de titres sur le marché. Les résultats de cette aisance monétaire artificielle furent décevants. Non seulement il n'y eut pas de reprise des affaires, mais on assista à un phénomène assez inattendu et, en tout cas, indésirable. Les nouveaux crédits mis à la disposition du public s'investissaient à la Bourse, sous forme de prêts à très court terme aux brokers. On vit alors, se développer une véritable fièvre spéculative qui, de proche en proche, gagna toute l'Amérique et les autres continents. Le monde entier spéculait sur le marché américain. L'indice des cours de Bourse passa de 150 à 381, soit plus de 150 p. 100 de hausse. Il s'ensuivit une baisse importante du taux de rémunération des valeurs et une hausse considérable du loyer de l'argent « on call ». Toutes les tentatives faites pour endiguer ce flot spéculatif, venu de toutes les parties du monde, en raison de la hausse importante du call money (20 p. 100 en 1929) notamment celle qui consistait à canaliser ces capitaux vers le marché d'acceptations bancaires, demeurèrent stériles.

L'attrait considérable que présentait pour les capitaux flottants étrangers le taux élevé du call money fut une

des incidences que n'avaient pas prévues les dirigeants du Fédéral Réserve Board. En cherchant à obtenir un résultat bienfaisant, ils libérèrent des forces redoutables qu'ils furent incapables de maîtriser.

L'événement que produisit la catastrophe, fut la réaction naturelle des Nations menacées dans leurs conditions monétaires par l'évasion de l'or vers les États-Unis. Le changement de la politique monétaire de l'Angleterre et le krach d'une grande Banque de la Cité, la Banque Hatry, furent les premières manifestations de ces ripostes d'auto-défense.

La Banque d'Angleterre alarmée par la dépression persistante de la livre au-dessous du point de sortie de l'or, par rapport à la France, à l'Allemagne et surtout aux États-Unis et par les pertes massives d'or qui en résultaient, n'hésita plus à prendre des mesures longtemps différées en raison des lourdes charges qui grevaient déjà l'industrie et le commerce anglais.

Le taux officiel d'escompte, qui se tenait à 5 1/2 depuis le début de l'année 1929, fut porté à 6 1/2 en septembre 1929. Il avait fallu aux dirigeants de la Banque d'émission anglaise une belle dose de flegme pour assister, impassible pendant une année, à une diminution allant jusqu'à 40 millions de livres de l'encaisse, tombée ainsi à 15 millions de livres au-dessous du minimum considéré par la Commission Cunliffe comme indispensable à la stabilité de la devise¹.

1. Commission instituée en 1918 et présidée par lord Cunliffe. Elle avait pour but d'étudier les problèmes monétaires et de change et d'établir un plan de réformes susceptibles de rétablir un régime monétaire sain. Son premier rapport publié en 1918 adoptait les recommandations suivantes :

- 1^o Le retour à l'étalon d'or (principale recommandation) ;
- 2^o Ne plus émettre de nouveaux emprunts ;
- 3^o Remboursement des dettes ;
- 4^o Diminution de la circulation non gagée ;
- 5^o Augmentation des réserves d'or de la Banque d'Angleterre. Le minimum de réserves d'or étant fixé à 150.000.000 de £.

En 1926 et 1927, la situation de la Banque d'Angleterre fut extrêmement précaire du fait de la faiblesse du pourcentage de couverture par rapport aux engagements à vue.

La Banque de France qui possédait environ 30 milliards de devises étrangères, parmi lesquelles un important stock de livres et qui cherchait à liquider ce portefeuille, avait littéralement la possibilité de faire sauter la Banque d'Angleterre.

Celle-ci n'a dû son salut qu'à la renonciation délibérée de la Banque de France d'acheter de l'or à la banque d'Angleterre. Cette politique a coûté à la Banque de France une perte de 2 milliards et demi que l'État a d'ailleurs remboursé à la Banque au moyen de Bons de la Caisse Autonome d'Amortissement¹.

SECTION III

L'étalon purement abstrait de la valeur.

§ 1. — L'ÉTALON ABSTRAIT EST-IL UN CRITÉRIUM DE PROGRÈS DE LA SCIENCE MONÉTAIRE ?

Définition. — Les théories scientifiques que nous venons d'étudier et qui consistent à diriger l'étalon monétaire, à faire varier son pouvoir d'achat, en conservant néanmoins la base métallique, paraissent donc, à la lumière de l'expérimentation, n'avoir donné que des résultats pratiques négatifs.

Nous allons, dès à présent, aborder l'étude de l'étalon

1. Voir au *Journal Officiel* du 14 décembre 1931 l'intéressant compte rendu sténographique de la séance de la Chambre française au cours de laquelle la question du remboursement, à la Banque, de cette perte, a été décidée et votée.

purement abstrait, sans base matérielle, de l'étalon purement psychologique.

Si l'or, utilisé comme étalon de la valeur, a vraiment tous les défauts dont on le charge, sans que certaines qualités primordiales qu'il serait seul à posséder, parmi tous les autres succédanés monétaires, viennent en balancer avantageusement les inconvénients, nul doute, avons-nous dit, que l'opportunité de son remplacement par un étalon plus parfait ne se fasse impérieusement sentir.

Est-il possible de trouver, en l'état actuel de la science monétaire, un étalon autre que l'or, donnant toute satisfaction, c'est-à-dire absolument constant et invariable.

Parmi les solutions qui ont été proposées, nous venons de voir que celle de l'étalon dirigé et convertible n'a donné que des résultats nettement négatifs. Il nous reste à étudier la solution de l'étalon purement abstrait. Elle n'est certes pas une nouveauté. De nombreux économistes en ont pressenti la rigueur logique. Actuellement, les événements économiques qui ont bouleversé les systèmes monétaires lui ont valu un regain de faveur et on peut dire qu'elle n'a peut être jamais été aussi près d'entrer dans le domaine de la pratique. Il est, en effet, certain que de nombreux économistes et hommes politiques, principalement anglais, ont envisagé sérieusement l'éventualité de l'abandon de l'étalon d'or et son remplacement par une monnaie scientifique. Sont-ils vraiment convaincus que l'or ne répond plus aux besoins monétaires actuels ?

L'impression générale qui se dégage des discours et des écrits de certaines personnalités marquantes étrangères incline à croire que très souvent leurs manifestations oratoires et littéraires sont davantage inspirées par le dépit de voir échapper à leur pays une longue suprématie moné-

taire que par les inconvénients d'ailleurs réels de l'étalon d'or.

Les avertissements charitables qu'on donne aux Banques Centrales détentrices d'importants stocks d'or, avertissements qui font ressortir les pertes énormes qu'elles subiraient du fait de l'abandon de l'étalon d'or par un groupe nombreux de puissances, ne paraissent pas toujours dictés par le souci de l'intérêt général que l'on invoque si fréquemment¹.

Cet état d'esprit participe d'ailleurs de la tendance animant les nations qui, avant conquis la suprématie dans tous les domaines, cherchent à la conserver aux moindres frais, en maintenant, par des manœuvres diplomatiques dans les conférences internationales, les autres puissances dans un état contractuel d'infériorité.

Néanmoins, quelles que soient les causes adventices qui ont valu à l'étalon indépendant de l'or un regain de faveur, certains voient dans sa mise en œuvre un critérium de progrès de la science.

Les opinions purement objectives que plusieurs économistes ont émises s'accordent à reconnaître qu'en l'état actuel de la métaphysique monétaire, le support métallique n'est plus nécessaire.

Parmi les plus intéressantes nous citerons celle de M. Nogaro dans son ouvrage : *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, où il élabore une théorie de la monnaie aboutissant très clairement à cette conclusion que, si la monnaie a été historiquement une marchandise, elle n'a

1. Il est à noter qu'au moment où en Grande Bretagne une importante campagne est dirigée contre les nations détentrices de gros stocks d'or, la Banque d'Angleterre aspire tout ce qu'elle peut de l'or disponible. Le stock de métal de cette Banque atteint actuellement le niveau record de 191.000.000 de livres. (Voir graphiques en dernières pages.)

plus à son stade actuel d'évolution besoin d'aucune espèce de base métallique et où il indique nettement en quoi le sentiment que nous avons d'une valeur de l'unité monétaire basée sur celle du métal est une illusion.

Aucun traité systématique de la question n'ayant été publié et la doctrine sur ce sujet étant encore indécise, les investigations auxquelles nous nous livrerons seront nécessairement hypothétiques.

Nous rechercherons ce que vraisemblablement ceux qui veulent reléguer l'or entendent lui substituer et, puisque le nouvel étalon doit être un progrès, comment on parviendrait à lui assurer constance et invariabilité.

*
* * *

La première difficulté à laquelle on se heurte dans cette étude est la recherche d'une définition de la nouvelle base monétaire.

Dans ce domaine, où tant d'investigations ont été tentées sans que l'on soit parvenu à des résultats tangibles, l'absolu se dérobe, à peine croit-on avoir saisi, concrétisé une idée, qu'une autre jaillit susceptible peut-être de donner une vue d'ensemble plus vaste et plus nette du sujet.

Cela provient sans doute de ce que nous ignorons encore la nature de la nouvelle base monétaire.

Ayant écarté la possibilité d'une base matérielle, nous sommes amenés logiquement à penser que l'étalon nouveau ne peut être qu'abstrait et qu'il faut renoncer à le définir en fonction d'une certaine quantité de matière. Mais alors, comment parviendrons-nous à le délimiter, à en faire quelque chose de précis, d'invariable, qui réponde à la

fonction de commune mesure de la valeur que nous attendons de lui ?

Il faut avouer que dans cette partie abstraite de la science monétaire il est fort difficile d'atteindre à une précision suffisante.

Cependant, qui dit étalon dit moyen de comparaison, moyen de mesure de valeurs du même ordre. Ce terme de comparaison doit être rigoureusement connu, délimité, sans quoi il est inapte à la fonction d'expression d'un ordre de grandeur. Cette précision dans la connaissance de l'étalon est absolument inéluctable. Aucun artifice ne saurait y suppléer.

Que serait donc alors ce nouvel étalon ?

En admettant que l'on renonce à lui attribuer une valeur donnée une fois pour toutes, et que l'on accepte qu'il puisse lui-même varier en raison des phénomènes qui affectent sa nature, encore faudrait-il qu'à tout moment, il soit possible de mesurer ses variations et d'en tenir compte dans l'expression des valeurs considérées.

Peut-être pourrait-on le définir en une fraction de pouvoir d'achat, par exemple une fraction du pouvoir d'achat nécessaire à la subsistance d'une famille d'individus moyens ayant des besoins moyens. Il n'est pas besoin d'insister bien longtemps pour découvrir l'imprécision d'une semblable base de calcul.

En réalité, il est extrêmement difficile de trouver un véritable étalon de la valeur qui, compte tenu de la relativité des phénomènes, permette par sa constance et son invariabilité de mesurer, de déterminer les rapports quels que soient le temps et le lieu. Il est cependant indispensable, à moins de revenir au partage en nature, d'exprimer la valeur, de la rendre échangeable, de la monnayer,

Le problème n'est pas résolu quand on a posé en dogme que la valeur des métaux précieux est fonction non de leur utilité, mais de la convention, et que les hommes étant toujours libres de modifier à leur gré les conventions qu'ils ont établies, peuvent aussi bien changer d'étalon. Il est en effet possible de décréter que l'or sera déchu de sa fonction monétaire. Autre chose est de le remplacer par quelque chose de plus perfectionné.

Pour aboutir à une définition, la seule issue qui nous reste est de nous rapprocher de la doctrine de la direction de la monnaie, bien qu'elle ne nous donne pas satisfaction. Il semble, en effet, que les protagonistes de la monnaie scientifique aient cru trouver en elle la panacée.

La définition de l'étalon à laquelle ils pensent, est vraisemblablement la suivante :

« Une unité purement abstraite de mesure de la valeur, non définie en un poids de métal précieux, mais conservant cependant un pouvoir d'achat invariable, grâce à une intervention technique constante de l'Institut d'émission. »

Restant dans le domaine de l'hypothèse, nous croyons que l'étalon abstrait préconisé par les novateurs est bien tel que nous venons de le définir, car il serait l'application pratique des théories en honneur depuis la fin des hostilités, notamment de celle de M. le Professeur Cassel, sur la direction du crédit¹.

Pour nous en convaincre, il suffit de citer ces passages d'un livre de M. Cassel :

« Il faut nous habituer à considérer la monnaie de papier, comme une unité numérique purement abstraite, dont la valeur est exclusivement déterminée par la quantité

1. Cassel. *La Monnaie et le change après 1914*.

des moyens de paiement qui peuvent s'opérer grâce au pouvoir réel qu'ils donnent, de se libérer de ses dettes avec cette monnaie... »

Et pour fixer cette valeur :

« Il est d'une importance capitale de reconnaître cette vérité que la valeur de l'unité monétaire, quand il s'agit d'un étalon de papier, est déterminée par la direction donnée au crédit par les Banques Centrales... »

M. le Professeur Cassel n'est d'ailleurs pas le premier à penser de la sorte.

Leverrier, grand astronome français, directeur de l'Observatoire de Paris, disait qu'il lui importait peu d'avoir un instrument parfaitement exact, pourvu qu'il ait le moyen d'en connaître les variations afin de les corriger.

Est-il possible de transposer cette proposition du domaine de l'astronomie dans le domaine monétaire.

Évidemment oui, à condition de posséder le moyen de comparer les fluctuations de valeur de l'étalon. Ici, croyons-nous, se trouve la difficulté. Théoriquement, il est aisé de la surmonter, mais elle apparaît singulièrement plus redoutable quand il s'agit de la résoudre pratiquement.

§ 2. — LES INDEX NUMBERS COMME MOYENS DE MESURER
LES VARIATIONS DU POUVOIR D'ACHAT DE L'ÉTALON, —
ACTION DES FACTEURS QUALITATIFS SUR LES ESTIMA-
TIONS MONÉTAIRES.

En supposant que l'on parvienne à mesurer avec une précision suffisante, au moyen des Index Numbers, les variations du niveau général des prix des marchandises, nous ne sommes pas convaincus que ces variations reflètent exactement et en sens inverse celles de la monnaie et cela

parce que même quand on observe une hausse générale des prix de gros, nous croyons que des facteurs autres que les facteurs monétaires ont pu concourir à cette hausse.

Nous ne disons pas qu'ils ont nécessairement concouru mais qu'il est fort possible, surtout en période de crise, que leur influence ait été pour une large part dans la naissance de la hausse.

Ces facteurs auxquels nous faisons allusion et qui affectent la valeur des marchandises, ne sont-ils pas les mêmes que ceux qui peuvent provoquer les mouvements de hausse et de baisse de la monnaie et que M. Aftalion appelle « quantitatifs et qualitatifs » ?

Pourquoi la crainte d'une guerre prochaine, d'un bouleversement social ou simplement la raréfaction de certaines matières premières que l'on peut qualifier de dirigeantes, en provoquant une raréfaction de marchandises, n'aboutiraient-ils pas à une hausse générale des prix, sans que la valeur de la monnaie eût été préalablement affectée.

Pourquoi la hausse de l'indice général traduirait-il nécessairement, dans ces conditions, la baisse de l'étalon monétaire.

Et, sans qu'il soit besoin d'envisager une hausse générale du prix des marchandises tenant à ces facteurs, ne peut-on admettre que si, dans le même temps, où ils agiraient partiellement sur l'étalon monétaire, leur influence ne se faisait sentir que *sur quelques-uns seulement* des produits servant à l'établissement des indices, ces indices qu'ils soient calculés par Irving-Fisher, Keynes ou par l'Université de Harvard, ne reflèteraient, de ce fait, qu'imparfaitement les variations de pouvoir d'achat de l'étalon.

En résumé, à notre avis, si l'Index Number décèle les variations du niveau général des prix, il n'indique pas d'une

manière certaine si ces mouvements sont imputables aux marchandises ou à la monnaie.

On voit combien est peu sur le procédé qui consiste à apprécier les variations de valeur de la monnaie, en se basant sur une hausse des nombres indices. Les indications qu'ils fournissent toutes précieuses qu'elles sont, si elles sont utilisées à titre de renseignements sur la situation générale de l'économie, peuvent conduire à des résultats inexacts si l'on y veut chercher la mesure proportionnelle des fluctuations monétaires.

Admettons cependant, contrairement à la thèse que nous venons de soutenir, que les variations de l'indice général traduisent les variations inverses de la monnaie, le problème de la fixité du pouvoir d'achat de l'étalon est encore loin d'être résolu.

Les études récentes que M. le Professeur Aftalion a faites des phénomènes économiques contemporains nous ont révélé l'action puissante des facteurs qualitatifs sur les estimations monétaires. Il lui est apparu que là où l'on avait coutume de ne voir qu'un enchaînement de facteurs quantitatifs réagissant parfois les uns sur les autres, il fallait, pour trouver une explication plausible aux phénomènes monétaires de l'après-guerre, faire intervenir des données purement qualitatives, des mobiles psychologiques à travers lesquels agissent les facteurs quantitatifs et qu'il est malaisé de trouver la loi de l'influence de ces facteurs.

« La monnaie, dit M. Aftalion, quand elle n'est plus rattachée à l'or, est livrée à toute la variabilité des influences psychologiques, à toute la précarité des prévisions, des croyances, des espoirs, des découragements, à toute la fantaisie d'appréciations individuelles qui n'ont

rien sur quoi s'appuyer ou par quoi se discipliner¹. »

Comment dès lors, dans l'hypothèse admise par Leverrier, d'un étalon fluctuant dont on corrigerait les variations, parviendrait-on dans le domaine monétaire, à mesurer ces influences d'une façon absolument précise ?

Il semble bien qu'il faille y renoncer. L'expérience américaine ne doit-elle pas servir d'enseignement ?

La méconnaissance de toutes ces influences impossibles à contrôler, ni à traduire par des courbes, a contribué pour une grande part, à l'échec de la tentative de direction de la monnaie. Néanmoins, il est probable que cette théorie de la monnaie dirigée constitue encore, malgré les mauvais résultats qu'a donné sa mise en pratique, l'armature principale du nouveau système monétaire auquel ont pensé les économistes anglais quand ils encourageaient la création de l'Union sterling standard dont nous parlerons plus loin.

§ 3. — RECHERCHE DU PRINCIPE D'UN ÉTALON ABSTRAIT STABLE DANS LA DOCTRINE CLASSIQUE

A notre avis, la doctrine de la direction de la monnaie et du crédit a fait faillite pour n'avoir pas tenu compte des impondérables. Persévérer à vouloir maintenir la fixité d'une monnaie non rattachée à l'or, en manœuvrant le taux de l'escompte ou une masse de titres d'État, nous paraît aussi chimérique que de vouloir contraindre le for intérieur des individus. Nous ne nous attarderons donc pas à chercher si par ce moyen il serait possible d'obtenir un résultat moins décevant que celui obtenu jusqu'ici aux États-Unis ou ailleurs, ou même s'il serait perfectible.

Nous rechercherons seulement, si dans le domaine pra-

1. Afialion. *Monnaies, Prix, Changes*.

tique par exemple, dans les leçons que nous ont donné les vieilles lois classiques vérifiées par une expérience millénaire, nous ne trouverions pas le principe sage d'un étalon abstrait stable.

Peut-être nous objectera-t-on que notre étalon n'aurait plus alors rien de scientifique. Nous croyons, au contraire, qu'il le serait davantage, car, cessant de s'appuyer sur des principes que nous croyons chimériques, il chercherait son assise dans la science économique classique qui tient compte de la psychologie humaine.

Nous sommes convaincus que pour obtenir un étalon stable, même indépendant de l'or, il n'est pas nécessaire de triturer perpétuellement la Cote de la Bourse et le taux officiel de l'intérêt.

Nous ne méconnaissons pas l'efficacité des variations opportunes du taux d'escompte de la Banque d'émission, mais nous demeurons persuadés qu'elles ne peuvent produire d'effet bienfaisant qu'en des circonstances nettement délimitées, notamment en période de calme économique, c'est-à-dire tant que ne sont pas alertés les réflexes de légitime défense ou, si l'on veut, d'auto-défense des individus. Au moment où ces réflexes sont déclanchés, le taux d'escompte n'a plus aucune influence ni sur le volume de la circulation, ni sur la tenue de l'étalon. Sous le régime de l'étalon d'or, la panique peut déjà se produire à l'occasion de tout événement politique ou économique de nature à léser gravement l'intérêt de l'ensemble des individus ; *à fortiori*, sous un régime d'étalon abstrait, alors qu'aucun stock d'or n'assure plus un certain pourcentage de couverture aux billets, ces causes de troubles monétaires rendent-elles absolument vaine la politique d'escompte de la Banque Centrale.

Pour conserver à l'étalon abstrait une valeur relativement stable, il semble plutôt qu'il faille déterminer d'une façon aussi exacte que possible la quantité de signes monétaires nécessaires pour assurer à une époque donnée le fonctionnement normal des échanges. Par quel procédé pourrait-on évaluer cette quantité ?

Adam Smith nous en donne, croyons-nous, la bonne formule, quand il nous dit « que la quantité de monnaie nécessaire à un pays est déterminée par la valeur de la masse de marchandises à faire circuler ».

Pourquoi, dès lors, vouloir ignorer cette proposition qui eut force de loi pendant aussi longtemps et qui nous paraît de simple bon sens.

Peut-être peut-on lui reprocher son laconisme.

« Il est alors possible de la compléter et de dire : à une époque donnée, à un stade de progrès économique donné, la quantité de monnaie nécessaire est déterminée par le volume des marchandises à faire circuler.

« Cette masse monétaire ne doit pas être trop rigoureusement calculée ; elle doit présenter une certaine marge d'élasticité permettant le développement normal, la marche en avant de l'économie. »

Comment connaître la masse de marchandises à faire circuler. Il est évident que le calcul de son volume ne saurait être qu'approximatif ; il n'en est pas moins vrai qu'il est possible de l'évaluer au moyen des statistiques publiées par les différents organismes chargés de l'évaluation des stocks existants. Ces organismes pourraient être perfectionnés et dotés de moyens d'investigation plus efficaces.

Quant au volume des instruments monétaires nécessaire à la circulation des marchandises, sa fixation serait nécessairement arbitraire, on prendrait comme base de calcul,

comme point de départ, la quantité des moyens de paiement existant à une époque donnée et correspondant à une masse de marchandises connue, en dehors d'une époque de crise.

Le volume de la circulation monétaire et celui de la quantité de marchandises étant connues, il serait théoriquement possible de les maintenir dans un rapport constant.

Le développement économique d'une nation progressant selon un rythme continu mais lent, les corrections à apporter seraient, croyons-nous, peu fréquentes et n'entraîneraient aucune perturbation de la valeur de la monnaie.

La masse monétaire étant fixée, une loi constitutionnelle en limiterait le plafond ; ceci pour éviter la multiplication, par l'État, des signes monétaires. Ainsi serait assurée la rareté nécessaire à la bonne tenue de l'unité.

A titre préventif, des sanctions comportant les plus fortes pénalités pourraient être prises contre les hommes d'État coupables d'avoir violé la loi monétaire constitutionnelle.

Une autre solution tendant à éviter l'ingérence des politiques dans le domaine de la monnaie consisterait à réaliser l'indépendance absolue de la Banque d'émission qui resterait seule chargée du service de la monnaie.

Tout ceci est fort possible et bien que nous ne nous fassions aucune illusion sur les chances de voir mettre ce système en pratique parce que nous ne croyons pas à la malfaisance de l'or, ni à une disette prochaine de ce métal, nous croyons que, même si cette dernière éventualité venait à se produire, la proposition classique d'Adam Smith serait un point de départ autrement logique, une

base de calcul autrement stable que la théorie de la direction de la monnaie.

SECTION IV

« Mise en œuvre pratique de l'étalon abstrait.

§ 1. — L'ÉTALON ABSTRAIT A L'INTÉRIEUR

Nous sommes parvenus à définir l'étalon abstrait tel que le conçoivent vraisemblablement ceux qui le préconisent. Nous avons vu, d'autre part, qu'il est possible de lui maintenir un pouvoir d'achat constant en fonction de la masse de marchandises à faire circuler et qui serait garantie par la rareté des signes monétaires. Nous avons vu que cette rareté pourrait être maintenue d'une façon solide en lui donnant une investiture constitutionnelle renforcée par des sanctions applicables aux violateurs de cette loi. Quel accueil serait réservé par le public de l'intérieur à cette nouvelle monnaie et, aussi question de beaucoup plus importante, comment s'établirait le cours du change par rapport aux monnaies étrangères.

Étudions d'abord, au point de vue national, la question de l'usage intérieur de l'étalon abstrait.

Nous savons qu'en matière monétaire, la convention joue un rôle important.

Quel obstacle s'opposerait à l'adoption d'un étalon abstrait de la valeur, uniquement basé, en ce qui concerne le public, sur le crédit, sur la confiance qu'il inspirerait.

Imagine-t-on que le public, dans son appréciation de la monnaie fiduciaire ou de la monnaie réelle, a en vue, au moment où il l'accepte, la quantité de métal fin qu'elle représente ou qu'elle contient.

Certainement non. Il n'analyse pas la monnaie en ses éléments constitutifs ; il l'accepte pour la valeur qu'elle est réputée avoir et qui est vérifiée par la quantité de besoins qu'elle lui permet de satisfaire. Il s'accoutume difficilement à l'idée qu'elle pourrait ne pas représenter la valeur qu'il lui attribue. Cela est si vrai, qu'en période de troubles monétaires, le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie subsiste longtemps après que sa valeur a subi de considérables diminutions, que sa dépréciation a été sanctionnée par le change. L'étranger ne manque pas d'exploiter cette anomalie que les propres victimes considèrent même comme bienfaisante, en ce qu'elle constitue une véritable prime à l'exportation. Aujourd'hui, en 1934, il y a encore des gens qui n'ont pas réalisé la différence de valeur entre le franc de Germinal et celui de 1928. Loin d'être persuadés que le franc a perdu les $4/5^e$ de sa valeur, ils attribuent leurs déboires monétaires, aux méchants qui spéculent et qui font monter les prix de toutes choses. Tout paradoxal que cela paraisse, ce n'est pas un conte. Nous en citerions des exemples dans un milieu où l'on serait probablement surpris de les trouver.

« Quand il s'agit d'une monnaie, dit M. le Professeur Cassel, le public s'attache avec une tenacité incroyable à l'idée qu'une couronne est toujours une couronne, une livre sterling toujours une livre sterling, quoi qu'on puisse faire avec la monnaie en question¹. »

La majeure partie du crédit que l'on accorde à l'étalon apparaît donc bien conventionnelle, basée sur la confiance et l'accoutumance de chacun. Dans ces conditions, il n'y a pas d'impossibilité théorique à édifier un

1. Cassel. *La Monnaie et le change après 1914*.

système monétaire sur des bases purement psychologiques.

§ 2. — L'ÉTALON ABSTRAIT ET LE CHANGE.

DÉFINITION DU CHANGE DE CET ÉTALON. — MÉCANISME.

Il n'en est plus de même en ce qui concerne le change, d'abord parce que les transactions cambistes sont pratiquées, par une minorité de spécialistes généralement très au courant des problèmes monétaires et qu'il est impossible de spéculer sur leur naïveté ou leur ignorance, ainsi que les États ne manquent pas de le faire à l'intérieur de leurs frontières avec leurs nationaux, notamment en détournant astucieusement la vindicte publique contre les spéculateurs. Ensuite, parce qu'en matière de change, il ne saurait être question de cours forcé. Un État qui dispose de la force peut toujours contraindre ses ressortissants à accepter une mauvaise monnaie pour la valeur d'une monnaie saine, mais il n'aura aucune prise sur l'étranger qui ne consent à traiter qu'autant qu'il a la certitude, en achetant des devises étrangères, de retrouver un pouvoir d'achat au moins égal à celui qu'il donne en échange.

Certes, il n'est pas indifférent que les nationaux aient ou n'aient pas confiance en leur monnaie ; leurs propres réactions pourront amplifier les fluctuations du change, ce que nous voulons dire, est que le change d'une monnaie est fonction de conditions de fait, inéluctables, positives, fondées sur ses qualités effectives et ressortissant, à notre avis, de la loi classique de l'intérêt personnel.

Sans vouloir entreprendre ici une théorie de change, il nous paraît cependant nécessaire de rechercher une définition du change de l'étalon scientifique abstrait, de

rechercher le fondement de sa valeur internationale et d'étudier s'il est susceptible de remplir les conditions dont nous avons parlé plus haut, c'est-à-dire s'il peut avoir un cours normal. Connaissant ce niveau normal, nous étudierons les causes qu pourront éloigner le change de ce niveau théorique et qui détermineront ainsi son niveau courant.

La définition du change d'un étalon abstrait ne diffère pas sensiblement de celle des autres monnaies : c'est le mécanisme qui permet de compenser les créances et les dettes internationales exprimées en monnaies n'ayant pas de base commune.

Quel sera ce mécanisme. Comment fonctionnera-t-il. Comment se déterminera le cours du change. En bref, quel sera le fondement de la valeur internationale de l'étalon.

Dans un système monétaire basé sur l'or, le point de comparaison entre deux monnaies est leur teneur respective en métal fin. Il existe entre elles un terme commun qui permet *à priori* d'établir un niveau d'échange, un prix monétaire, un cours normal du change.

Un système monétaire amétallique ne permet plus une telle précision. La monnaie n'étant plus solidement ancrée à une valeur stable est soumise à tous les aléas d'estimations plus ou moins fantaisistes.

§ 3. — RECHERCHE PARMI LES THÉORIES DOMINANTES DU CHANGE D'UNE BASE STABLE DE LA VALEUR INTER- NATIONALE DE L'ÉTALON ABSTRAIT.

Parmi les théories dominantes du change, recherchons si nous trouvons un élément d'appréciation qui nous permette d'évaluer le cours extérieur de notre nouvel étalon.

La théorie de la balance des comptes, d'après laquelle le

change d'une monnaie serait déterminé par la quantité de créances ou de dettes dont elle se compose, ne paraît pas nous fournir cette base de calcul, car il est évident qu'il est impossible d'établir une relation fixe entre le cours du change et la composition active ou passive de cette balance.

La théorie quantitative de la monnaie comme théorie de change ne nous donne pas non plus la clef de notre problème, car il paraît bien difficile de dégager des quantités de monnaies en circulation dans deux pays un niveau normal du change.

La thèse de la parité des pouvoirs d'achat exposés par M. le Professeur Cassel, dans son premier memorandum à la Société des Nations, paraît au contraire des deux précédentes nous fournir des éléments plus tangibles d'évaluation du change de notre étalon abstrait. La base de comparaison or, qui fait défaut au moins pour l'une des deux monnaies envisagées, est remplacée ici par un élément d'appréciation qui leur est bien commun à toutes deux; il s'agit de leur pouvoir d'achat respectif. Une monnaie, quelle qu'elle soit, a toujours théoriquement un pouvoir d'achat, aussi faible soit-il. Le cours du change serait évalué dès lors en fonction de cette base commune. Avec cette théorie, nous sommes arrivés, ainsi que le déclare le Professeur Cassel, « sur un terrain solide » et il est agréable de le rencontrer dans ce domaine si mouvant, si fluctuant des monnaies sans base métallique. Cette base stable est constituée par le pouvoir d'achat de la monnaie. Le cours du change sera exactement exprimé par la parité des pouvoirs d'achat calculée d'après la hausse du niveau des prix dans chaque pays. Si la valeur de la monnaie vient à fléchir du fait d'une inflation, sa parité, par rapport à une monnaie saine, sera réduite proportionnellement à as

perte de valeur. Si les deux monnaies qu'il s'agit d'échanger ont subi toutes deux une inflation, le Professeur Cassel établit que la nouvelle parité sera égale à l'ancienne, multipliée par le quotient des degrés respectifs d'inflation de chaque monnaie. Comment calculer l'inflation ? Comment découvrir le moment à partir duquel il y a création artificielle de pouvoir d'achat ? Au moyen d'un indice de la circulation, indice qui avertirait la Banque Centrale que les demandes de capitaux ne peuvent plus être normalement satisfaites au moyen des disponibilités de l'Épargne. Dès que la masse fiduciaire dépasserait ce niveau, il y aurait lieu pour la Banque d'émission d'intervenir en manœuvrant le taux de l'Escompte.

Cette théorie nous paraît séduisante, car elle offre au moins une base stable de raisonnement. Elle nous donne l'impression de saisir enfin quelque chose de consistant sur quoi on puisse étayer une discussion, car il est certain que la considération du pouvoir d'achat effectif d'une monnaie est un des principaux éléments qu'ont en vue les cambistes quand ils achètent ou vendent des devises.

Malheureusement, elle présente plusieurs lacunes, dont, à notre avis, la plus importante est qu'elle érige le pouvoir d'achat « intérieur » de la monnaie en loi du change. Or, nous avons étudié que si le pouvoir d'achat est bien un élément qualitatif du change, il n'est pas possible de le considérer comme le seul ; il en est d'autres qui exercent aussi une action puissante, tels : les estimations et les prévisions, la situation financière du pays, la confiance qu'inspire sa stabilité politique, son équilibre budgétaire, l'état de sa Trésorerie et de sa balance de comptes, les mouvements de capitaux, etc...

Même en admettant que le pouvoir d'achat soit seul à

agir est-on bien sûr qu'il n'est pas lui-même influencé par la tenue du change.

De nombreuses observations faites après la guerre paraissent confirmer que si le pouvoir d'achat intérieur d'une monnaie exerce une influence sur le change, il arrive au moins aussi souvent que le pouvoir d'achat dépend du change. M. Aftalion nous en donne une démonstration qui paraît bien décisive dans son livre : *Monnaie, prix, change*. Les exemples qu'il fournit à l'appui de sa démonstration sont empruntés à de nombreux pays d'Europe depuis 1921, date à partir de laquelle s'ouvre « l'ère de la domination du change sur les prix ».

D'autre part, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat suppose une connaissance parfaite, à chaque instant, du degré d'inflation des diverses monnaies. Or, nous avons vu, dans un chapitre précédent, que s'il est possible de chiffrer exactement la quantité des billets émis par la Banque centrale, il est très difficile d'avoir une idée aussi précise de l'inflation du crédit sous toutes ses formes, qu'il faut bien compter dans le montant total de l'inflation des moyens de paiements. Il existe encore une autre difficulté.

Nous avons vu que la parité des pouvoirs d'achat déterminant le cours normal du change est, d'après le Professeur Cassel, calculée en fonction de la hausse du niveau des prix, révélant elle-même l'inflation monétaire. Mais, ferons-nous remarquer, il est bien des cas où le niveau des prix ne coïncide pas avec l'inflation. L'exemple cité plus haut, et donné par M. le Professeur Aftalion, prouve que dans de nombreux pays, revenus à partir de 1922 à l'étalon d'or et où, par conséquent, les fluctuations des prix ne pouvaient plus être imputées à l'instabilité des changes, une inflation parfois considérable pouvait se produire sans

influencer les indices et que souvent même ceux-ci au lieu de progresser subissaient une dépression sensible.

D'autre part, l'automatisme du retour au cours normal tel que le conçoit le Professeur Cassel ne joue peut-être pas avec toute la spontanéité prévue. Remarquons d'abord, que même dans la théorie du Professeur hollandais le retour à la parité ne peut s'effectuer que dans certaines conditions économiques idéales qui sont loin d'être toujours réunies. En effet, même sans se placer dans le cas d'une crise générale affectant, comme celle qui sévit actuellement, toutes les nations, il est fréquent en raison de la spécialisation économique naturelle des nations, spécialisation résultant de conditions géographiques et géologiques, qu'une crise locale oblige les gouvernements à prendre individuellement des mesures restrictives de leurs transactions internationales.

Il est rare en effet que chaque nation n'ait pas à défendre une branche de sa production qu'elle considère comme vitale. Cette défense se traduit par une accumulation d'obstacles divers : droits de douane, subventions aux importateurs et aux exportateurs, contingentements, qui faussent le libre jeu des lois du change et empêchent le rétablissement du cours normal déterminé par la parité des pouvoirs d'achat.

Il apparaît donc que, si théoriquement dans des conditions économiques idéales, il peut exister un cours normal du change d'un étalon abstrait, en fait ces conditions ne seront jamais réalisées. Si nous admettons que le change voisine avec le cours normal, nous devons craindre qu'il ne s'y maintienne pas, en raison des causes perturbatrices énumérées et que le niveau courant du change constamment fluctuant soit toujours sensiblement différent du cours

normal théorique. Il en résulterait une grande incertitude dans les transactions et l'étalon abstrait qui devait être un progrès de la technique monétaire se révélerait bien inférieur à la base métallique, même compte tenu de ses incontestables défauts.

Dans un système monétaire assis sur l'or, le change possède une base solide qui permet l'existence d'un cours normal effectif autour duquel il peut varier, mais dans les limites restreintes des points d'or. S'il vient à s'écarter de ce niveau, il y est automatiquement ramené en raison de la valeur internationale relativement constante de l'or et, au besoin, par le mécanisme classique du taux de l'escompte et des mouvements de capitaux.

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat, pas plus que les autres théories dominantes du change, ne nous donne la possibilité d'ancrer d'une manière stable la valeur internationale de l'étalon. Au lieu d'être modéré dans ses fluctuations par les agents régulateurs parmi lesquels nous avons cherché la base du change, celui-ci les entraîne souvent dans son sillage et les anime d'une agitation désordonnée qui met en péril tout le système économique.

Il résulte de tous ces inconvénients une grande instabilité monétaire. Quelle que soit l'habileté des techniciens chargés de conserver à la monnaie une valeur internationale constante, il est probable que les fluctuations du change seront encore fort importantes ; car il n'est pas vraisemblable que des manœuvres massives de crédit dont l'estimation et l'opportunité ne pourront être qu'approximatives puissent agir avec autant de précision que la base or. Le calcul de la parité, qui, en définitive, sera laissé à l'appréciation fantaisiste des parties, donnera lieu à des

abus et sera une source perpétuelle de conflits, d'incertitudes et de complications des échanges.

Il peut être regrettable que pour complaire à des nations qui se sont lancées dans des aventures monétaires néfastes, qui les ont contraintes à abandonner la convertibilité en or, il n'ait pas été possible, jusqu'à présent, de découvrir un étalon plus parfait, mais il n'en faut pas moins s'incliner devant la toute-puissance des faits qui, en ramenant durement les novateurs au sens de la réalité, ont prouvé leur vitalité et combien il est dangereux de méconnaître les saines lois classiques qui continuent de régir l'économie monétaire.

CHAPITRE II

DU RÔLE DE LA BANQUE CENTRALE DANS LES EXPÉRIENCES DE MONNAIE DIRIGÉE

SECTION I

Omnipotence supposée de la Banque centrale.

§ 1. — ARGUMENTS EN FAVEUR DU RÔLE ACTIF DE LA BANQUE EN MATIÈRE DE DIRECTION DE LA MONNAIE. — INFLUENCE DES THÉORIES DU PROFESSEUR CASSEL.

L'expérience précédemment décrite ayant pour but le remplacement de l'or par un étalon dirigé donne une idée du rôle important que doit jouer la Banque centrale dans ce système. Elle devient en somme l'organisme vital chargé de tout promouvoir. Sa fonction ne se borne plus, en effet, à défendre son encaisse, à suivre le cours des événements. Elle doit en prendre résolument la direction. Elle seule, dit-on, en a le pouvoir, puisqu'elle seule a le monopole de l'émission fiduciaire et qu'elle a une action directe sur son volume au moyen du taux de l'escompte.

Il serait anormal qu'elle n'en usât pas dans le sens de la stabilité de l'étalon.

Tels sont les arguments qui accompagnent la thèse de l'étalon scientifique. Cette conception de la Banque Centrale Providence a été largement accréditée par l'éminent professeur suédois Gustav Cassel au cours des consulta-

tions et des participations qu'il a fournies aux diverses conférences tenues sous les auspices de la Société des Nations. Son influence sur le développement des phénomènes actuels peut être considérée comme prépondérante. De nombreuses recommandations contenues dans les rapports des divers organes de la Société des Nations s'inspirent de ses suggestions.

Son livre sur la *Monnaie et le change après 1914*, nous donne une idée précise du rôle qu'il attribue à la Banque d'émission en matière de stabilité monétaire. En voici quelques extraits :

« Il est d'une importance capitale de reconnaître cette vérité, que la valeur de l'unité monétaire, quand il s'agit d'un étalon de papier, est déterminée par la direction donnée au crédit par les Banques centrales. C'est le seul moyen de se faire une idée juste, non seulement de ce qui s'est produit en matière monétaire, depuis l'ouverture des hostilités, mais aussi de ce qu'il faut faire aujourd'hui pour rétablir un régime monétaire sain ».

« Reconnaître, sans réserve et d'une manière générale, la responsabilité des Banques centrales, à cet égard, est la première condition pour aboutir à une politique monétaire de nature à répondre au dessein si important que l'on poursuit (stabilité monétaire et des prix). »

D'autre part, le professeur Cassel donne la définition suivante de l'étalon d'or :

« Ce n'est rien de plus qu'un étalon de papier maintenu grâce à une politique bancaire appropriée dans un certain rapport déterminé avec l'or ».

Cette politique appropriée, conduite par la Banque d'émission, consiste, nous le savons, à abaisser ou à élever délibérément le taux de l'escompte, en fonction de la hausse

ou de la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie, fluctuations relevées par les nombres indices savamment établis.

Nous voici en plein domaine scientifique. Il est absolument sûr que cette doctrine du professeur Cassel a eu une influence considérable sur l'orientation de la politique monétaire de l'Angleterre, des Pays Scandinaves et des États-Unis.

Les résultats obtenus, nous l'avons vu, et nous en reparlerons, n'ont pas été très encourageants.

Pourquoi ?

§ 2. — EFFICACITÉ RÉELLE DE L'ACTION DE LA BANQUE
QUANT A LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT. — CONCURRENCE
DES BANQUES PRIVÉES.

En ce qui concerne la théorie de l'omnipotence de la Banque d'émission en matière monétaire, il nous semble qu'elle comporte une grave lacune.

Il est en effet évident que la Banque centrale n'est plus seule à émettre de la monnaie fiduciaire. La circulation fiduciaire se compose non seulement de billets, mais de l'ensemble des moyens de paiements créés par les banques, sur leur propre capital, sur les dépôts, par les avances, par les crédits de toutes sortes qui font partie de l'activité bancaire et qui circulent au moyen du chèque ou du virement.

Les banques privées émettent, de cette façon, de grandes quantités de pouvoir d'achat, sans autre frein que celui de la prudence et des aptitudes techniques de leurs dirigeants et bien souvent, pour ne pas dire toujours, sans aucune considération de l'encaisse de la Banque centrale sur laquelle cette circulation repose en définitive.

La situation devient particulièrement sérieuse si la Banque privée a émis des crédits au delà de ses propres ressources et si des avances importantes, irrécupérables compromettent sa trésorerie, car elle ne manquera pas de demander son appui à la Banque d'émission. Cet appui consistera à substituer, par le moyen de l'escompte, de la monnaie de papier portant la signature de la Banque d'émission à la monnaie fiduciaire portant celle de la Banque privée.

La situation devient grave quand la Banque privée émet de la monnaie fiduciaire au profit d'étrangers, car elle engage non seulement la marge d'émission de la Banque centrale, mais aussi sa réserve métallique.

Il y a là un fait extrêmement troublant qu'il est impossible de méconnaître. Des exemples nombreux et récents confirment cette inquiétude et font naître des doutes sur l'efficacité du rôle que l'on veut attribuer à la Banque centrale.

Nous avons encore présent à la mémoire le souvenir de plusieurs Banques imprudentes, mal conduites par des hommes que l'on s'étonne de trouver dans des affaires dont la direction nécessite des connaissances générales étendues, confirmées par une longue expérience. Telles étaient la Banque Industrielle de Chine, la Société Centrale des Banques de Province et la Banque Nationale de Crédit, pour ne citer que les exemples les plus typiques. Ces Banques après avoir commis les erreurs de gestion les plus grossières, notamment dans l'octroi de leurs crédits, durent appeler la Banque de France à leur secours et lui demander qu'elle acceptât de mobiliser, sous forme d'escompte, une partie de leur actif, principalement les soldes débiteurs de leurs clients.

Ce qui s'est passé en France s'est produit ailleurs, notamment aux États-Unis où toutes les Banques ne sont pas affiliées au Fédéral Réserve System.

D'autre part, en temps de crise, des incidences inattendues peuvent contrarier, même stériliser l'action de la Banque centrale. C'est ce qui s'est produit dans les centres d'or : Paris, New-York, Londres, au moment de la grande vogue du Gold exchange standard. Les Banques qui avaient adopté l'étalon de change or, c'est-à-dire qui avaient introduit dans leurs statuts la clause leur permettant de couvrir par des devises or une partie de leur circulation fiduciaire, placèrent ces devises sous forme de capitaux à court terme dans les Banques privées étrangères. Celles-ci se libérèrent aussi, peu à peu, du contrôle de leur banque d'émission, dont la politique d'escompte fut rendue complètement inopérante¹.

Ceci nous prouve qu'une Banque centrale concessionnaire du monopole d'émission de la monnaie de papier n'est pas absolument maîtresse du marché qu'elle doit défendre et que les banques privées, créatrices de moyens de paiements, ont la possibilité de troubler par leurs imprudences le bon fonctionnement du système monétaire.

Il serait peut-être possible de remédier à cette situation par un contrôle plus sévère du commerce de Banque et,

1. Au cours de la seconde moitié de 1928, alors qu'en Amérique les Banques fédérales avaient engagé la lutte contre la spéculation boursière au moyen de l'élévation du taux de l'escompte, les banques d'émission européennes soumises à l'étalon de change or, augmentaient, en dix mois, les achats d'acceptations américaines de 200 millions de dollars approximativement. Elles entravaient donc, dans cette proportion, la politique des Banques fédérales et facilitaient la spéculation de Bourse qui devait, peu après, détruire non seulement la « prospérité » américaine, mais aussi précipiter le monde entier dans une crise sans égale dans l'histoire du régime capitaliste.

D^r Feliks Mlynarski. *Revue d'Economie Politique*, N° 21932. La crise de l'étalon de change or.

en ce qui concerne la France, par une réorganisation profonde de certains rouages de son Institut d'émission.

D'une manière générale, et en admettant que cela soit efficace, si l'on veut attribuer à la Banque centrale, le rôle capital de la direction de la monnaie, il est nécessaire de lui donner le contrôle effectif de la distribution du crédit. Il est évident que cette fonction lui échappe actuellement. Il est illogique de lui demander de suivre une politique d'intérêt général et de permettre que d'autres organismes, par leurs inconséquences, ou par intérêt, puissent contrarier ou annihiler ses efforts. Il suffit pour cela de toutes les contingences internationales sur lesquelles il est impossible d'agir.

Sans entrer dans le détail de cette nouvelle organisation qui pourrait faire l'objet d'une intéressante étude, il est possible d'en tracer rapidement les grandes lignes.

1^o Droit de regard, de remontrance donnée à la Banque d'émission, sur le commerce de banque en général et sur les opérations de crédit en particulier;

2^o Réglementation de la profession de banquier; garanties effectives de capacité et d'honnêteté exigées;

3^o Concordance obligatoire des délais de remboursement des capitaux employés par les Banques et des délais de remboursement stipulés par les clients;

4^o Interdiction spéciale aux Banques de dépôt de s'engager dans des opérations à long terme notamment de faire la commandite d'entreprises;

5^o En ce qui concerne notre pays, réorganisation des rouages importants de la Banque d'émission, dans le sens d'un accroissement de leurs prérogatives dans le domaine de la distribution du crédit.

Il apparaît donc bien, *rebus sic stantibus*, que l'action

de la Banque centrale n'a pas toutes les vertus magiques qu'on lui prête dans la nouvelle théorie de la direction du crédit et que l'échec complet de l'action des Banques de réserve américaines en soit la confirmation certaine.

Dans ces conditions que subsiste-t-il de la thèse de l'étalon scientifiquement dirigé ?

SECTION II

Des variations concertées du taux de l'escompte.

§ 1. — FONCTIONS CLASSIQUES ET FONCTIONS NOUVELLES DU TAUX DE L'ESCOMPTE. — SONT-ELLES CONCILIABLES ?

Nous venons de voir que la maîtrise de la distribution du crédit échappe en partie à l'Institut d'émission. La posséderait-il intégralement, c'est-à-dire aurait-il la faculté d'en surveiller la répartition, qu'il est permis de se demander si les moyens préconisés par les doctrinaires de la Direction de la monnaie sont vraiment efficaces, autrement dit, si la manœuvre du taux officiel d'escompte et la négociation de titres d'État permettent d'obtenir une stabilité réelle de l'étalon monétaire et des prix.

En ce qui concerne le taux de l'escompte, ses variations concertées loin de donner les résultats espérés paraissent bien avoir leur part de responsabilité dans le désordre monétaire qui sévit sur le monde.

La théorie classique du taux officiel appliquée avec succès et universellement admise avant l'apparition de la nouvelle doctrine prévoyait des variations dans deux cas :

a) L'accélération de l'activité économique et de la circulation des richesses, signes précurseurs d'une crise, devaient amener une hausse du taux. La baisse du taux

coïncidait avec le ralentissement des transactions et se terminait avec la reprise des affaires.

b) En matière monétaire, une hausse du taux avait pour but de défendre l'encaisse de la Banque d'émission. Sa réduction avait pour effet d'empêcher un trop gros afflux de métal.

Nous ne nous étendrons pas sur ces deux fonctions classiques de l'Institut d'émission ; nous admettrons seulement qu'elles avaient fait leurs preuves et que bien peu nombreux étaient ceux qui en contestaient l'efficacité dans ce domaine.

Survint l'expérience de la direction du crédit. Il est puéril, disent ses protagonistes, de cantonner la Banque centrale dans un rôle mesquin et automatique ; ses possibilités sont autrement vastes. Il faut élargir ses attributions et lui donner celle de la stabilisation des prix.

Il ne paraît pas que les auteurs de cette proposition se soient au préalable demandé si cette nouvelle fonction est conciliable avec celle que la Banque remplit normalement, c'est-à-dire la surveillance des changes et le maintien de la convertibilité de l'étalon. En effet, qu'est-ce que le prix ? C'est l'expression d'un rapport de valeurs d'échange dont l'un des termes est la valeur de la marchandise échangée et l'autre terme la valeur de la monnaie remise en contrepartie ; la monnaie jouant le rôle de dénominateur commun à toutes les marchandises.

Si la valeur de la monnaie demeure constante, une hausse du prix des marchandises indique une augmentation de leur valeur. Une baisse des prix des marchandises indique une régression de leur valeur.

Si l'autre terme du rapport, c'est-à-dire la valeur de la monnaie devient fluctuant et si la valeur des marchan-

dises reste stable, toute augmentation de la valeur de la monnaie provoque une diminution de prix. A contrario, toute diminution du pouvoir d'achat de l'étalon provoque une hausse des prix des marchandises.

Si les deux termes du rapport croissent et décroissent dans des proportions identiques, il n'en résulte aucun mouvement de prix.

Les différences du niveau général des prix résultent donc de la rupture de ce parallélisme des fluctuations de valeur des marchandises et de la monnaie. Elles apparaissent inévitables, car parviendrait-on à immobiliser le pouvoir d'achat de l'étalon, la valeur des marchandises continuerait néanmoins de varier. L'échec des tentatives récentes effectuées par diverses sortes de coalitions : Trust, Cartel, Syndicat, etc., en vue d'une raréfaction artificielle de la quantité de marchandises, le prouve d'une manière certaine.

Il apparaît donc que la théorie de la direction de l'étalon est erronée puisqu'elle néglige un des termes du rapport. Bien plus, elle est néfaste car elle aboutit à manœuvrer le taux de l'escompte à contre temps. En effet, admettons que les prix viennent à hausser par suite d'une mauvaise récolte, d'une inondation, d'une grève générale ou même d'une hausse de certaines matières premières se répercutant sur les prix de beaucoup d'autres produits. Ces causes, bien qu'extrinsèques au terme monétaire, peuvent parfaitement provoquer une élévation de l'indice général des prix. On en élèvera pas moins le taux de l'escompte, car on déduira de la hausse des prix que l'étalon s'avilit et qu'il est nécessaire de raréfier la masse monétaire. Ne serait-ce pas, au contraire, le moment d'abaisser le taux pour permettre au commerce et à l'industrie de franchir cette passe difficile ?

Prenons l'exemple contraire. Les prix viennent à baisser par suite d'une grande abondance de marchandises, on en conclut néanmoins que la valeur de la monnaie a augmenté puisqu'on doit donner en échange de la même quantité du produit, une moins grande quantité de monnaie. On va donc abaisser le taux de l'escompte pour avilir le pouvoir d'achat de l'étalon.

On voit par quel raisonnement simpliste on aboutit aux inconséquences signalées précédemment. Une telle technique a pour résultat un véritable bouleversement des systèmes économiques et monétaires.

Ces variations à contre temps du taux officiel provoquent dans le commerce et l'industrie des perturbations graves. De plus, toutes les branches de l'activité d'une nation ne suivent pas un rythme uniforme de développement. Telle branche est prospère quand telle autre végète ou sombre. Pour celles qui se trouvent en difficulté, une hausse inopportune des conditions du crédit équivaut à une condamnation à mort et cela sans aucune nécessité d'intérêt général. Pour les entreprises prospères une baisse injustifiée du loyer du crédit est un stimulant qui va les pousser à activer leur production alors que peut-être les débouchés se raréfient. De toute façon, on aboutit à des résultats incohérents.

§ 2. — PERFECTIONNEMENT PRÉCONISÉ PAR M. STROMG,
DÉPUTÉ DU KANSAS : TAUX DIFFÉRENTIELS D'ES-
COMPTE.

Aux États-Unis, un député du Kansas, M. Stromg, paraît en avoir déjà eu le pressentiment dès 1926. Malheureusement le perfectionnement dont il est partisan n'est qu'une aggravation du système dont la nocivité est établie.

Estimant qu'il est nécessaire d'étendre encore l'action des Banques de réserve fédérales en vue d'une plus grande stabilité monétaire, M. Stromg déposa le 26 février 1926, sur le Bureau de la Chambre des Représentants, un amendement au bill du Fédéral Réserve System, ainsi conçu :

« Toute Banque fédérale de réserve aura le pouvoir d'établir de temps en temps, sous le contrôle et l'indication du Bureau de réserve fédérale, des taux d'escompte pour chaque sorte de papier qui seraient fixés en vue d'assurer un niveau stable des prix en général...

« Tous les moyens d'action du Fédéral Réserve System devant être employés pour aboutir à une stabilisation du niveau des prix ».

Le représentant du Kansas veut, en somme, donner aux Banques de réserve la possibilité d'agir sur les prix non plus seulement par une action globale sur l'ensemble de l'économie au moyen d'un taux unique d'escompte, mais en suivant une politique plus nuancée qui tiendrait compte de la situation particulière des diverses branches de l'activité économique.

Pour atteindre ces résultats on appliquerait à chacune d'elles, des taux d'escompte différentiels. Or, la mise en pratique du système comportant un taux unique ayant donné des résultats néfastes, comment une extension de cette tentative ne serait-elle pas utopique ?

Ces propositions ne paraissent d'ailleurs pas pour le moment, avoir été prises en considération, il n'en faudrait toutefois pas déduire qu'il en sera toujours ainsi, car les américains ont de l'esprit de suite et ils nous ont donné jusqu'ici un exemple curieux de persévérance dans l'erreur.

§ 3. — CONSÉQUENCES DES VARIATIONS A CONTRE TEMPS
DU TAUX OFFICIEL : DANGEREUX MOUVEMENTS DE CAPI-
TAUX ET D'OR.

En plus des inconvénients graves que nous venons de signaler, ces variations désordonnées du taux de l'escompte de la Banque centrale provoquent des migrations internationales massives de capitaux qui ont puissamment contribué à troubler l'ordre monétaire du monde. En temps normal, c'est-à-dire quand jouent librement les forces économiques, une balance des comptes déficitaires coïncide généralement avec une hausse du taux de l'escompte et une hausse du taux de l'intérêt. Les différences de niveau de ces taux entraînent des importations de capitaux propices au retour à l'équilibre de la balance des paiements. En effet, les capitaux des nations à intérêt et à taux d'escompte réduits parce que la balance y est largement créditrice et le stock d'or abondant vont s'investir dans les pays à balance déficitaire et à stock d'or en régression où le loyer de l'argent est élevé. Ainsi se réalisent harmonieusement l'équilibre de la balance générale des paiements et la répartition des stocks d'or.

Telles sont généralement les conséquences de la position finale de la balance des comptes. Nous disons généralement, car les facteurs quantitatifs de la balance des comptes n'interviennent pas seuls dans les mouvements de capitaux et la tenue du change. Les éléments psychologiques ont, à notre avis, une action importante sur la direction et l'emploi de cette balance. Un solde positif peut très bien correspondre à un change défavorable et jouer contre la monnaie nationale s'il est investi à l'étranger en valeurs ou devises étrangères, en prémunition de difficultés écono-

miques ou monétaires. De même une balance des comptes défavorables peut coïncider avec un change propice si le solde de cette balance est investi à l'intérieur par l'étranger en raison de la confiance qu'inspire la situation économique nationale prochaine.

Tout dépend, en définitive, de l'esprit qui préside au placement de ce solde et cet esprit est déterminé par la qualité de la devise. Ces réserves faites, quant au rôle prépondérant des facteurs psychologiques, on peut, d'une manière générale en temps de paix politique et économique, dire que les mouvements de capitaux sont déterminés ainsi que nous l'avons exposé précédemment.

Si nous considérons les phénomènes qui ont accompagné les mouvements désordonnés du taux de l'escompte que nous venons d'étudier et que le tableau ci-après fait ressortir, nous remarquons qu'ils se sont traduits en 1928-1929 par un afflux de capitaux et d'or aux États-Unis où la balance des paiements était déjà largement créditrice et où l'or était en excès, au dépens de nations telles que l'Angleterre et l'Allemagne où l'or n'était pas en surabondance et où la balance des comptes était déficitaire.

Là encore, par conséquent, les phénomènes normaux étaient contrariés dans leur évolution et même complètement faussés. Le taux élevé de l'argent avait attiré les capitaux du monde entier en quête de placements à court terme rémunérateurs.

Les Banques privées, ne trouvant plus dans les opérations courantes des bénéfices suffisants, les particuliers industriels et commerçants voyant leurs revenus et leurs profits en constante diminution, cherchèrent dans des investissements internationaux à court terme une rémunération

qu'ils n'obtenaient plus par les moyens normaux ; ainsi naquirent des courants de capitaux mal classés qu'aucune puissance directrice ne put régulariser et qui, en déclanchant des remous psychologiques violents, ébranlèrent les monnaies les plus solides et entraînèrent de dangereux mouvements d'or.

**Tableau des variations des taux d'escompte
des principales banques d'émission.**

De fin décembre 1930 à fin juin 1932.

	FIN DÉCEMBRE 1930	FIN MARS 1930	FIN JUIN 1931	FIN SEPTEMBRE 1931	FIN OCTOBRE 1931	FIN DÉCEMBRE 1931	FIN MARS 1932	FIN JUIN 1932
Banque de France.	2 1/2	2	2	2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2
Banque d'Angle- terre.	3	3	2 1/2	6	6	6	4	2 1/2
Banque de Bel- gique	2 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	2 1/2	3 1/2	3 1/2
Banque de Hol- lande	3	2 1/2	2	3	3	3	3	2 1/2
Banque d'Italie . .	5 1/2	5 1/2	5 1/2	7	7	7	7	5
Banque de Suède .	3 1/2	3	3	8	8	6	6	4 1/2
Banque de Suisse	2 1/2	2	2	2	2	2	2	2
Reichsbank. . . .	5	5	8	8	8	8	6	5
Federal Reserve Bank of New- York	2	2	1 1/2	1 1/2	3 1/2	3 1/2	3	3

Si, tenant compte de la signification classique des variations du taux de l'escompte, nous cherchons à dégager un enseignement d'ensemble des fluctuations des taux mentionnés dans le tableau ci-dessus, nous arrivons aux conclusions suivantes.

De décembre 1930 à juin 1931, l'économie mondiale a subi un ralentissement prononcé et aucune Banque cen-

trale n'a eu besoin (sauf en Allemagne) de défendre son encaisse.

De fin juin à fin décembre 1931, nous aurions assisté à une reprise générale de l'activité économique et toutes les Banques centrales (sauf en Belgique et en Suisse) auraient dû parer à des sorties de métal.

De fin décembre 1931 à fin juin 1932, la situation se serait encore modifiée; la vie économique serait redevenue apathique et les encaisses métalliques des Banques n'auraient plus été menacées.

Manifestement, ces conclusions sont contraires à la réalité des faits. Si, dans la première période envisagée, on a bien assisté à une aggravation de la crise, de nombreux États ont éprouvé de nouvelles craintes d'ordre monétaire.

D'autre part, à partir de juillet 1931, aucune reprise de l'activité économique ne s'est manifestée et les inquiétudes concernant la solidité des gages métalliques ne se sont pas sensiblement aggravées.

Nous croyons donc pouvoir conclure que pour la période comprise dans ce tableau, les taux d'escompte n'avaient plus leur signification classique et que, par conséquent, leur jeu normal avait été faussé.

D'une manière générale, la préoccupation d'agir sur le niveau des prix a fait perdre de vue le but essentiel des mouvements du taux de l'escompte et, par la tendance constante à abaisser le loyer de l'argent, a fait perdre aux Banques centrales le contrôle de leur monnaie. Les mésaventures de la livre et du dollar sont, à notre avis, en grande partie imputables à ces errements.

La Banque de France, dont la doctrine solidement justifiée est résolument hostile à toutes les aventures monétaires, peut éprouver quelque fierté d'avoir été à peu près

seule au milieu de l'effervescence réformatrice générale, à conserver les principes en dehors desquels il ne peut exister aucune sécurité monétaire. Si, au début de 1932, elle a abaissé d'un demi point son taux d'escompte, c'est uniquement pour éviter d'être submergée par un afflux considérable d'or.

CHAPITRE III

EXPÉRIENCE PRATIQUE DE MONNAIE DIRIGÉE ÉTUDE DE LA NOUVELLE THÉORIE ANGLAISE DE LA MONNAIE D'EMPIRE

SECTION I

Position de la question. Considérations générales.

§ 1. — INCIDENCES QUI ONT SUSCITÉ CETTE EXPÉRIENCE CONSISTANCE DE LA DOCTRINE

Nous abordons l'étude d'une expérience pratique de monnaie dirigée. A la différence de la tentative américaine, délibérément mise en œuvre et qui consistait, tout en conservant à l'étalon sa base or, à faire varier sa teneur en fin, la réaction anglaise actuelle, purement fortuite, a été provoquée par l'urgente nécessité de sauver le prestige monétaire britannique compromis par la dévaluation de septembre 1931. Elle semble hésitante quant à l'abandon pur et simple de l'étalon d'or. Elle est, en tout cas, une riposte contre ce que la Cité considère comme la cause des déboires monétaires anglais, c'est-à-dire l'accumulation d'importants stocks d'or sur de nouveaux pôles monétaires.

La spontanéité de cette réaction de l'instinct de conservation anglais explique probablement l'imprécision de la doctrine. La politique monétaire anglaise actuelle, malgré son apparente cohérence, n'est pas bien sûre de sa voie ; elle varie en fonction des circonstances. Il existe, en effet,

en Angleterre, deux partis d'économistes. L'un d'eux, qui compte parmi ses membres les plus distingués M. Mac Kenna, président de la Midland Bank, préconise l'abandon définitif de l'or en tant qu'étalon; l'autre, convaincu que le jeu normal de l'étalon d'or a été seulement faussé, notamment aux États-Unis et en France, considère plutôt la situation actuelle comme transitoire et l'adoption d'un étalon dirigé comme un palliatif momentané. Cette thèse est soutenue par l'une des personnalités financières les plus éminentes de Grande-Bretagne, Mr. F. C. Goodenough, Président de la Barclays Bank¹.

En quoi consiste la doctrine qui paraît actuellement prévaloir à Londres ? Une personnalité anglaise, prononçant récemment un discours à l'issue d'un banquet, expliquait à son auditoire que le sterling avait jadis deux bases solides : l'or et la confiance qu'inspiraient au monde la probité de l'Angleterre, la stabilité de ses institutions et la continuité de ses vues. « Il est fort regrettable pour l'Angleterre et pour le monde, continuait l'orateur, que la livre ait été privée d'une de ses assises, mais, puisque telle est la situation, il faut résolument en prendre son parti et travailler à élargir et à renforcer la base de la confiance en attendant des jours meilleurs ».

Cette pensée traduit dans ses grandes lignes la doctrine anglaise actuelle que l'on peut condenser ainsi :

Puisqu'il n'est pas possible, quant à présent, du moins, de rétablir l'hégémonie financière et monétaire britannique sur la base or, il faut tenter d'y parvenir en s'accommodant d'une monnaie rigoureusement contrôlée et basée sur le prestige et la confiance qu'inspire le crédit britannique.

1. M. Goodenough est décédé le septembre 1934.

La question de la stabilisation de la livre étant momentanément réservée.

Sur ce point, tous les Anglais paraissent d'accord et aussi sur cette conclusion que si l'Angleterre restait seule à faire cette expérience, elle risquerait de ne pas atteindre son but qui est de ramener à Londres le commerce mondial des capitaux et qu'il est, par conséquent, indispensable de grouper autour de la livre le plus grand nombre possible de monnaies errantes. On créera ainsi avec des nations, qui auront lié le sort de leur monnaie à celui du sterling, une association pour le change stable et on évitera autant que possible de trop grands écarts journaliers entre le sterling et l'or. Ainsi est née l'Union Sterling Standard ou (Bloc Sterling) dont nous étudierons la composition et que l'on peut définir : le groupement des nations ayant renoncé à l'or en tant qu'étalon monétaire ou qui ayant simplement suspendu la convertibilité ont pris pour base la livre sterling, monnaie abstraite.

Un des principaux objets que la conférence d'Ottawa se proposait d'atteindre, à l'intérieur de l'Empire, l'union monétaire des Dominions et de la mère patrie, par la création d'une monnaie impériale ayant une nouvelle base, se trouve par la force des événements réalisé au delà semblait-il, des espérances de la commission préparatoire de la conférence, puisque plusieurs nations, qui n'ont aucun lien d'interdépendance politique avec l'Angleterre, se trouvent englobées dans l'Union Sterling.

§ 2. — RAPPEL DE L'OPINION ANGLAISE COURANTE SUR LES CAUSES EFFICIENTES DES TROUBLES MONÉTAIRES ACTUELS.

Avant d'étudier du point de vue purement technique

la composition du bloc Sterling et les résultats déjà obtenus, il n'est pas indifférent de se rappeler l'opinion anglaise concernant les causes efficientes des troubles monétaires actuels qui ont déterminé le groupement des monnaies avariées.

Plusieurs économistes d'Outre-Manche, parmi les plus distingués, incriminent les mouvements anormaux de capitaux qui ont suivi les hostilités, d'avoir, en causant un effondrement des prix or, ébranlé l'économie mondiale. Au premier plan de ces mouvements massifs internationaux, on se plaît à citer les paiements faits au titre des réparations. Il n'est pas douteux, que dans l'ensemble, les mouvements massifs de capitaux soient la cause d'aggravation du désordre monétaire et, par incidence, de l'accumulation de l'or aux États-Unis et en France, mais, à notre sens, il importe en premier lieu de faire parmi ces migrations de devises une soigneuse discrimination et ensuite de considérer qu'elles ne sont elles-mêmes que l'effet d'une cause initiale. Nous ne croyons pas notamment que les paiements faits au titre des réparations aient eu une influence aussi décisive sur l'afflux de l'or en France. Pour s'en convaincre, il n'est besoin que de lire le bilan de la Reichsbank pendant la période des réparations. On y constate que l'encaisse-or loin de diminuer a augmenté de 2.600.000 reichmarks du 1^{er} janvier 1924 au 31 décembre 1932¹.

En recherchant comment l'Allemagne a fait face aux réparations, on trouve qu'elle y est parvenue en empruntant, ou, quand elle n'obtenait pas d'emprunt, au moyen de l'excédent de sa balance commerciale².

1. Premier rapport, annexe 2, du Comité d'experts à Bâle.

2. Le solde créditeur de la balance commerciale allemande s'élevait, en 1926, à 600 millions de reichmarks et en 1930 à 1500 millions de RM,

L'accusation que l'on porte contre les nations créditrices d'avoir exigé le paiement en or des réparations afin, de soustraire leurs industries aux conséquences des paiements en nature, ne peut donc être retenue et cette cause de trouble doit être écartée. Bien entendu, nous nous plaçons sur le terrain purement scientifique.

La question a d'ailleurs été tranchée d'une façon péremptoire par M. E. Moreau, ancien Gouverneur de la Banque de France et par M. Rist, ancien sous-gouverneur, lors de leurs controverses avec Sir Henry Strakosch, membre du Comité de l'Or à la Société des Nations, en février 1931. Cette controverse a eu, entre autres résultats, celui d'apporter à la thèse soutenue par les deux éminents financiers français le précieux appoint de l'approbation d'économistes allemands impartiaux.

« Je ne résiste pas, dit M. Rist, en manière de conclusion à un article publié par lui dans l'*Information* du 6 février 1931, au plaisir de signaler à mon honorable contradicteur (Sir H. Strakosch) qu'il a réussi sur les divers points qui nous divisent à réaliser un accord franco-allemand. Deux revues allemandes de premier ordre : *Die Bank* et le *Deutsche Volkswirt*, ont adopté les thèses soutenues dans ces colonnes et la première s'est servi, comme moi, des chiffres mêmes de Sir Henry Strakosch pour en tirer cette conclusion que les mouvements d'or sont restés indépendants du paiement des réparations. Qu'un économiste français et un allemand se soient trouvés d'accord sur un pareil sujet, c'est un fait assez rare pour mériter d'être signalé¹. »

Quelle que soit la nature des mouvements de capitaux

1. La Suisse et la Hollande, bien que n'étant pas créancières de réparations, ont cependant vu, durant cette période, leurs stocks d'or s'accroître dans des proportions considérables.

autres que ceux résultant des dettes de guerre et du paiement des réparations, il y a lieu de considérer qu'ils ne sont que des causes secondes du malaise présent, les causes initiales, car, selon nous, il en existe au moins deux, doivent être recherchées à Londres même et à New-York.

Il n'est pas douteux que l'Angleterre partage avec l'Amérique la responsabilité de la situation actuelle ; l'Angleterre, en cédant en 1925 aux dangereuses satisfactions d'une politique de prestige, a trop tardé à stabiliser sa monnaie et l'a stabilisée à un niveau trop élevé, étant donné la très importante augmentation de sa circulation fiduciaire résultant de l'absorption des Currency notes. Une telle politique nécessitait des sacrifices qui n'ont pas été consentis : une rigoureuse diminution du budget de l'État, une réadaptation des salaires, une diminution du coût de production de l'Industrie, etc., enfin l'adoption d'une politique de prix de revient. Aucun de ces sacrifices n'ayant été consenti, le budget et la balance du commerce anglais périclitèrent et la monnaie subit le même sort par voie de conséquence. L'or attiré à New-York en quantité considérable y servit de soutien à l'octroi inconsidéré de crédits à l'Europe centrale notamment. Ces crédits continuellement gaspillés ont abouti à l'insolvabilité des nations auxquelles ils avaient été consentis.

D'autre part, la tentative américaine de direction de l'économie, et principalement de la monnaie, a déterminé la plus invraisemblable inflation de crédit qui ait jamais existé. Ainsi que nous l'avons décrit dans la première partie de ce livre, cette inflation de moyens de paiements en retardant la disparition des entreprises qui n'étaient pas viables a prolongé la crise, l'a étendue dans l'espace et a compromis la solidité du dollar.

Telles sont, à notre avis, les deux véritables causes première du chaos actuel. Les mouvements internationaux de capitaux en sont les conséquences. Voir en ceux-ci l'origine des troubles équivaut à confondre effets et causes.

Cette confusion constante, en faisant perdre à la plupart le sens de la réalité, est à l'origine des erreurs de thérapeutique qui ont été commises et qui loin d'atténuer le mal n'ont fait que le prolonger et l'aggraver.

Nous avons ouvert dans l'étude de l'Union Sterling cette assez longue parenthèse, parce que nous croyons qu'elle contribuera à l'intelligence de la politique monétaire anglaise.

La croyance très répandue dans les pays anglo-saxons selon laquelle la chute profonde des prix de gros est due uniquement à des causes monétaires a fait dévier, en effet, les recherches et a conduit à appliquer des solutions purement monétaires à des problèmes qui sont fonction d'une multitude d'autres facteurs. Nous trouvons une illustration presque journalière de ces errements dans les discours et les écrits de certaines personnalités britanniques dont la doctrine paraît avoir pour principal article la hausse des prix par le moyen d'artifices monétaires.

SECTION II

Technique de la monnaie d'Empire

§ 1. — BUT A ATTEINDRE À L'INTÉRIEUR DE L'EMPIRE ET À L'EXTÉRIEUR

L'étude technique de l'Union sterling standard peut se circonscrire à celle de la conception monétaire anglaise puisque, dans le Bloc Sterling, tout concourt à la stabilité

de la livre, au rétablissement économique anglais et que toutes les mesures tendant vers ces résultats sont prises par un état-major de techniciens résidant à Londres.

La tendance générale de cette politique nous est révélée par le document suivant à notre sens extrêmement caractéristique. On ne saurait trop le méditer, car il reflète l'esprit réaliste des promoteurs du redressement anglais, réalisme qui est le secret de la puissance de nos voisins.

Ce document d'inspiration gouvernementale a été adressé en 1932, sous forme de circulaire confidentielle, aux membres de la Fédération des industries britanniques, en voici la teneur :

FINANCIAL POLICY

The Fédération assumes that no steps will be taken to return to any international standard at any rate until there is full assurance that it would both serve the industrial needs of Great Britain and the Empire and that its rules would be observed by the other countries of the World.

The Government should direct its immediate efforts to building a British system based primarily on the Empire and secondly on such other countries as desire to come into some system related to sterling in the hope that this may provide a reasonable measure of stability and prosperity for Great Britain and the Empire and in due course form the nucleus of a new world financial system. The Federation would recommend as the first steps necessary.

A. Imperial Monetary co-operation.

Serious consideration should be given to the advisability of calling an Imperial Monetary Conference at an early date to examine the practicability of establishing

Empire co-operation in currency and monetary matters.

The aim should be stability of internal prices throughout the Empire to enable the partner nations of the British Commonwealth to secure for themselves the benefits of stable exchanges and of comparatively stable prices within the Empire, and to give by their success an encouraging example to the world.

B. — *Investment policy.*

The Policy of Imperial development based upon the extension of inter-imperial preferences and the establishment of Empire currency co-operation should be assisted by some degree of conscious direction of investment.

British overseas investments should be directed to the development of countries which can absorb British goods and reply us by the export of their own complementary products rather than to countries whose products are competitive with our own and who only repay by successfully underselling our own producers.

POLITIQUE FINANCIÈRE

La Fédération présume qu'aucune mesure ne sera prise ayant pour but le retour à un étalon international, quel qu'en soit le niveau, tant que la certitude ne sera pas acquise qu'il bénéficiera à la fois aux besoins industriels de la Grande-Bretagne et de ceux de l'Empire et aussi tant que les règles de son fonctionnement normal ne seront pas observées par les autres nations du monde.

Le Gouvernement doit tendre sans délai à la constitution d'un système anglais comprenant en premier lieu les nations

de l'Empire et deuxièmement les autres pays désireux de se grouper autour du sterling, dans l'espoir que ce groupement sera une garantie raisonnable de stabilité et prospérité pour la Grande-Bretagne et l'Empire et qu'il formera le cadre d'un nouveau système financier mondial.

La Fédération recommanderait comme une des premières mesures à prendre.

A. — *Une coopération monétaire impériale.*

L'opportunité de la réunion, à une date prochaine, d'une conférence monétaire impériale ayant pour but la possibilité d'instaurer une coopération impériale en matière monétaire devrait être sérieusement envisagée.

Le but de cette conférence devrait être la stabilité des prix à l'intérieur de l'Empire, de façon à assurer aux nations associées du commonweath les bénéfices d'échanges stables et de donner par sa réussite un exemple encourageant au reste du monde.

B. — *Politique d'investissements.*

Cette politique de prospérité impériale basée sur l'extension d'un régime préférentiel inter-impérial et sur l'établissement d'une coopération monétaire impériale devrait être secondée par une politique délibérée de placements.

Les investissements de capitaux anglais à l'étranger devraient être canalisés vers les nations susceptibles d'absorber les marchandises britanniques et d'exporter des produits complémentaires des nôtres, de préférence aux nations dont la production fait concurrence à la notre et qui produisent moins cher que nous.

Dans le même temps où une propagande intensive était faite en Angleterre pour l'adoption d'un étalon inter-

impérial des efforts persévérants étaient tentés à l'extérieur pour fédérer autour du sterling le plus grand nombre possible de monnaies étrangères. Ces efforts portèrent principalement sur les pays scandinaves, gros consommateurs de produits britanniques.

Ils aboutirent, dans la première semaine de janvier 1932, à la réunion à Copenhague, d'une importante conférence à laquelle prirent part les ministres des Affaires étrangères de Suède, de Norvège et de Danemark et au cours de laquelle fut notamment étudiée et décidée une active coopération monétaire anglo-scandinave, caractérisée par une interdépendance étroite des monnaies scandinaves et de la livre. On espérait que le succès de cette tentative inciterait les nations, qui avaient dû abandonner la convertibilité et celles qui ne la maintenaient que difficilement par des mesures artificielles, à adhérer au bloc sterling. La livre, qui avait, momentanément, perdu son prestige, redeviendrait alors l'intermédiaire des échanges internationaux.

La pression exercée avec succès sur les pays scandinaves fut aussi tentée sur la Hollande, la Belgique et le Luxembourg.

Ces trois nations avaient, en effet, conclu à Oslo avec la Scandinavie une convention instaurant entre elles un tarif douanier préférentiel ; les animateurs du bloc sterling virent là l'occasion de grouper trois adhérents de plus, mais leur manœuvre n'aboutit pas.

La grande activité déployée à l'extérieur était ainsi logiquement complémentaire de celle poursuivie à l'intérieur de l'Empire et dont l'orientation avait été donnée à la conférence des techniciens préparatoire de celle d'Ottawa.

§ 2. — LE BLOC STERLING. — LIENS QUI UNISSENT
LES MONNAIES FÉDÉRÉES A LA LIVRE.

Examinons ce que furent les résultats obtenus, qu'elles sont les nations qui font partie de l'Union sterling ? Quels liens unissent leurs monnaies à la livre ? Par quels moyens obtient-on la stabilité de la base du système ?

Bien que de grands efforts aient été déployés et que des pressions politiques et économiques aient été exercées sur les nations scandinaves et les Dominions britanniques pour amener leurs gouvernements à accepter un lien légal de dépendance entre leur monnaie et la livre, il ne semble pas que le bloc sterling soit devenu une réalité concrète et qu'un lien de solidarité véritable existe entre la livre et les autres monnaies du groupe.

Seule existe actuellement une liaison de fait tenant aux relations économiques et bancaires établies entre les pays qui usent de ces diverses monnaies ?

Il existe cependant aujourd'hui dans diverses nations à monnaie dépréciée, et en raison de la stabilité relative de la monnaie anglaise, une tendance à adopter une parité officielle avec la livre.

Récemment, en avril 1933, le gouvernement de l'Union Sud-Africaine a déposé à la Chambre des Représentants un projet de loi tendant à l'établissement d'une parité officielle entre la livre Sud-Africaine et le Sterling.

De même, en février 1933, la couronne danoise, déjà plus dépréciée que les autres couronnes scandinaves, puisqu'elle ne cotait plus que 4,40 au début de l'année fut de nouveau volontairement dévaluée ? Le taux de dévaluation choisi fut officiellement fixé en fonction de la livre, à la

parité de 22 couronnes et demi par livre, c'est-à-dire au cours ccté par la devise anglaise à cette époque, à environ 3,86.

Remarquons toutefois que cette dépendance officielle de la couronne danoise n'est pas le fait d'un plan britannique concerté, mais résulte de la pression exercée par les agriculteurs danois, gros exportateurs, sur le gouvernement de Copenhague. Celui-ci lassé des troubles continuels provoqués par la mauvaise situation économique du pays a fini par consentir à l'avilissement de la couronne.

Il est possible que la décision du Danemark entraîne celle des gouvernements suédois et norvégien, mais il n'est pas vraisemblable, qu'après les mauvais résultats donnés par le Gold-exchange Standard, la majeure partie des nations adhérant virtuellement à l'Union exposent leur monnaie aux aléas que présente une base constituée par un étalon étranger inconvertible.

D'une manière générale, il est donc possible de dire qu'aucun rapport effectif et officiel n'existe entre les monnaies de l'Union Sterling et que ce terme n'est que l'expression approchée d'une situation de fait.

Le tableau ci-joint, établi au 14 novembre 1934, donne une liste des principales monnaies fédérées autour de la livre et leurs coefficients de dépréciation. Ces monnaies, tout en conservant leurs tendances propres, subissent la discipline du sterling sur le plan pratique des changes; elles suivraient vraisemblablement la livre dans la stabilisation.

Puisque aucun rapport légal n'existe entre les monnaies de cette union, quels sont donc les liens qui les unissent ?

Des liens de faits tenant à l'inconvertibilité commune et au désir de sauvegarder les courants commerciaux entre

les nations du bloc. Il semble bien que soit là le seul trait d'union de ce fédéralisme monétaire.

La détresse économique qui a poussé l'Angleterre, principale cliente et fournisseur des nations du groupe, à abandonner la convertibilité les a contraint à prendre elles-mêmes des mesures de sauvegarde monétaire correspondant à des nécessités commerciales et bancaires.

En fait, la discipline du sterling ne semble pas trop rigoureuse aux monnaies fédérées, car celles-ci conservent leurs tendances propres. Les pourcentages de leur dépréciation sont, en effet, très différents. Remarquons que ceci détruit, en partie aux dépens de l'Angleterre, le bénéfice de l'inconvertibilité.

§ 3. — PAR QUELS MOYENS A-T-ON CHERCHÉ A CONSERVER A L'ÉTALON STERLING UN NIVEAU STABLE ? — RÉSULTATS OBTENUS.

Au début de 1932, c'est-à-dire dès le moment où il fut avéré que le gouvernement anglais était énergiquement décidé à rester maître des événements et à redresser la situation économique de l'Angleterre, un afflux massif de capitaux étrangers vint se déverser sur Londres, provoquant une hausse importante de la devise anglaise de 84 à 96 (voir graphique, en fin de volume).

Afin d'éviter une hausse trop prononcée de la livre, les autorités britanniques durent procéder à des achats considérables de devises. C'est alors que le Chancelier de l'Échiquier proposa, en vue de la lutte contre la spéculation à la hausse et aussi à la baisse éventuelle, la création de l'« Exchange Equalisation Fund » ou « Fonds d'Égalisation des Changes ». Cette proposition fut rapidement

adoptée par les Chambres qui fixèrent à 150.000.000 de livres le montant de ce fonds ¹.

Bien que les autorités chargées de son fonctionnement gardent un mutisme complet sur ce qui le concerne, nous pouvons cependant fournir les quelques renseignements suivants à son sujet.

Théoriquement, « l'Exchange Equalisation Found » est placé sous le contrôle du Trésor, mais, en fait, c'est la Banque d'Angleterre qui en assure la mise en œuvre par l'intermédiaire des Banques de la Cité, car elle a pour principe de ne jamais opérer directement.

Il est fort intéressant de rechercher de quelle manière a été constituée cette masse de manœuvre : émission de Trésury bills sur le marché, avances de la Banque d'Angleterre sous forme d'émission supplémentaire de billets ?

Toutes les hypothèses sont permises, car le gouvernement n'a pas fait connaître la forme sous laquelle il avait l'intention d'emprunter. Cependant, nous croyons que l'examen du bilan de la Banque d'Angleterre peut à titre d'indication générale nous fournir quelques éclaircissements. L'étude de ce bilan nous conduit à penser que le fonds est constitué au moyen d'un emprunt à la circulation, sans émission de nouveaux billets et sans ouverture de crédits (voir graphique).

La tactique adoptée pour l'utilisation du fonds ne paraît pas très complexe. Un grand mystère est cependant fait autour de son emploi alors que très vraisemblablement le processus est en tous points semblable à celui adopté par les autres Banques centrales en pareil cas. Le Trésor anglais n'a jamais fait connaître la situation du Fonds

1. Actuellement, en 1934, la limite légale du Fonds est de 350.000.000 de livres. On ignore quelle est la fraction utilisée.

d'égalisation et il a pris de grandes précautions pour qu'elle reste secrète.

Hormis la date des interventions sur le marché et leur volume, le mécanisme pourrait être publié sans inconvénient, c'est la manœuvre classique.

En 1932 et au début de 1933, afin de neutraliser la hausse de la livre que provoquait l'élan de confiance apportant sur la place de Londres des demandes massives de devises anglaises, le Fonds de régularisation acheta toutes les monnaies étrangères qui lui étaient offertes.

Vraisemblablement, une grande partie de celles de ces monnaies qui étaient inconvertibles furent transformées en devises convertibles au moyen desquelles le Fonds acquit de l'or.

Chaque fois que le plafond fut atteint, une marge fut reconstituée par cession d'or à la Banque d'Angleterre. Le Fonds disposa ainsi de nouvelles munitions qui lui permirent une intervention inlassable de nature à faire hésiter la spéculation.

Mais doit-on uniquement incriminer la spéculation d'avoir poussé à la hausse du sterling ?

Nous ne le croyons pas. La pression à la hausse qui s'est exercée sur la devise anglaise fut due pour la plus grande part aux mouvements de capitaux qui vinrent chercher en Angleterre une sécurité relative, rare ailleurs.

Quelle que fut d'ailleurs la cause de la tendance à la hausse de la livre, le fonds d'égalisation est parvenu, sinon à diriger la monnaie, du moins à lui conserver une stabilité très relative en l'empêchant de hausser.

Nous qualifions de très relative la stabilité de la livre, car il n'est pas possible de considérer comme vraiment stable un étalon de la valeur qui fluctue en quelques mois

entre les cotes 75 et 96 (voir graphique, en fin de volume).

Examinons si les résultats acquis dans d'autres domaines sont plus probants.

Le graphique ci-contre, nous montre que l'indice des prix de gros, après avoir légèrement progressé de 99 à 106, après l'abandon de la convertibilité, c'est-à-dire à partir de septembre et jusqu'à novembre 1931, a continué de décliner, malgré une faible esquisse de redressement en juillet 1932.

Du moins le commerce britannique a-t-il bénéficié de cette prime à l'exportation que constitue l'abandon de la parité ?

Les statistiques publiées par le Board of Trade accusent un nouveau fléchissement par rapport à 1931.

Il est vrai que le déficit de la balance du commerce a été sensiblement réduit en 1932 et 1933, puisque de 407 millions de livres en 1931, il est tombé à 287 millions de livres en 1932 et à 259 millions de livres en 1933. Toutefois cette régression du déficit tient surtout à l'aggravation du protectionnisme anglais.

Quant aux exportations, elles ont également diminué à un rythme moins accéléré qu'au cours des années précédentes, mais encore fort appréciable, l'effet stimulant de la dépréciation de la livre ayant été contrarié par les mesures de rétorsion douanières prises par les autres puissances.

**Balance du Commerce britannique
pour la période allant de 1930 à 1933.**

	IMPOR- TATIONS	RÉEXPOR- TATIONS	IMPOR- TATIONS nettes.	EXPOR- TATIONS	EXCÉDENT des importations.
1930. . .	1.044	87	957	571	386
1931. . .	861	64	797	391	407
1932. . .	703	51	652	365	287
1933. . .	675	49	626	367	259

Ceci prouve que la dévaluation d'une monnaie comme moyen de concurrence internationale est une arme inefficace, car elle provoque toujours de la part des autres nations une riposte douanière qui en stérilise l'effet.

Quand la riposte douanière n'apparaît pas suffisante, elle s'accompagne généralement d'une guerre monétaire, véritable course à la dévaluation, dont l'effet le plus certain et le plus immédiat est la paralysie complète de tout commerce international.

La direction de la monnaie, moyen technique de mise en œuvre de l'étalon scientifique, et dont la tactique consiste à donner à l'étalon une valeur variable suivant les circonstances, ne peut, pour les raisons énumérées plus haut, qu'aboutir au chaos économique le plus complet.

La confiance qu'inspire actuellement la devise britannique n'est due en aucune façon aux manœuvres monétaires. Celles-ci, nous l'avons vu, n'ont atteint aucun des objectifs que les présomptueux et naïfs partisans du remplacement de l'économie naturelle par une sorte de mercantilisme monétaire avaient visés.

Elle tient, on ne le répètera jamais trop, à ce fait banal peut-être, mais constant, que l'homme est guidé par l'instinct de conservation aussi bien quand il s'agit de l'intégrité de sa personne physique que quand il s'agit de mettre à l'abri les fruits de son intelligence et son travail.

Cet instinct de conservation a trouvé en Angleterre, parmi le désordre mondial, un havre de salut momentané constitué par la tendance britannique à un assainissement d'ensemble et par la régression de la démagogie socialiste sous la pression d'un gouvernement fort.

Actuellement, en 1934, les faits paraissent d'ailleurs avoir donné raison aux adversaires de la monnaie dirigée.

Malgré les diverses manipulations que l'on a fait subir à la livre depuis 1931, les économistes britanniques recherchent encore les remèdes susceptibles d'atténuer le déficit grave de la balance du commerce et de la balance des comptes anglaises ¹.

Check on exports.

1. The cause of sterling's weakness is probably due to several factors. First while British home trade provides evidence of satisfactory expansion, her international trade, hampered by quotas and restrictions, shows a growing gap between exports and imports as the former are not increasing as rapidly as the latter.

Then, at this time of the year, there are always heavy payments to be made for the raw materials Britain imports, particularly wheat and cotton.

Lastly foreigners have of late shown a disposition to withdraw funds from London—a movement which has rather puzzled the City, although partly due to higher interest rates abroad.

Daily Mail, 30 août 1934.

Ralentissement des exportations.

La faiblesse du sterling est due probablement à plusieurs causes.

Premièrement, tandis que le commerce intérieur britannique donne des signes évidents d'un développement satisfaisant, le commerce international empêtré dans les contingents et restrictions de toutes sortes présente un déséquilibre croissant, entre les exportations et les importations, les premières ne progressant pas aussi rapidement que les dernières.

Récemment, l'étranger a manifesté une disposition à retirer de Londres ses capitaux; cette tendance bien qu'en partie due aux taux élevés du continent a plutôt embarrassé la cité.

Daily Mail du jeudi 30 août 1934.

CHAPITRE IV

DES CONSÉQUENCES QUI RÉSULTERAIENT POUR LES NATIONS AYANT CONSERVÉ L'ÉTALON D'OR, DE L'ABANDON DE CE SYSTÈME MONÉTAIRE PAR UN CERTAIN NOMBRE D'AUTRES NATIONS

§ 1. — ORIGINES ANGLAISES DE CÉT AVERTISSEMENT.

Depuis les avatars survenus en 1931 à la monnaie anglaise, la presse anglo-saxonne publie fréquemment, sous la signature de personnalités marquantes de la politique et de la finance, et sous forme d'avertissements en apparence charitables, à l'usage des nations ayant de gros stocks d'or, une mise en garde contre les graves inconvénients qui résulteraient pour elles de l'abandon de l'or comme base monétaire par une majorité de puissances.

L'extrait suivant d'un discours prononcé en juin 1932 par Sir F. C. Goodenough, à l'Assemblée des actionnaires de la Barclays Bank, dont il était président, synthétise assez bien les diverses menaces anglo-saxonnes :

« A moins qu'un moyen soit trouvé pour que l'or circule plus librement, il semblerait qu'il ne soit plus capable de servir à son emploi normal comme base monétaire et de crédit et comme étalon de mesure des prix mondiaux ».

« Dans ce cas, l'or viendrait à perdre sa valeur et les pays qui l'ont accumulé devraient inévitablement avoir à faire face à des pertes énormes ».

D'abord, constatons qu'il est surprenant d'entendre un financier aussi averti des problèmes monétaires que Sir Goodenough reprendre à son compte de telles affirmations et s'étonner de ce que l'or ne circule plus librement et s'accumule sur de nouveaux pôles, car, jusqu'à présent, l'honorable président de la Barclays Bank passait, sur le continent, pour l'un des techniciens britanniques ayant le mieux détecté les causes des violentes migrations d'or et ayant une connaissance exacte des remèdes à y appliquer.

Il est vrai, d'ailleurs, que Sir Goodenough lui-même ne semble se faire aucune illusion quant à l'abandon éventuel de l'or comme étalon. Dans le même discours n'a-t-il pas laissé percer sa propre conviction en disant :

« L'éventualité de l'or cessant d'être accepté comme intermédiaire monétaire international est probablement éloigné ».

Nous croyons que cette dernière opinion du financier anglais reflète aussi celle de la majeure partie de ses compatriotes et que, dans ces conditions, les avertissements que l'on nous prodigue sont assez naïvement intéressés.

Quoi qu'il en soit, examinons l'éventualité dont on nous menace et tâchons d'estimer raisonnablement, du point de vue purement objectif, les risques qu'elle ferait courir aux nations fidèles à l'étalon d'or, à la France principalement.

§ 2. — NÉCESSITÉ D'UNE TERMINOLOGIE CORRECTE POUR APPRÉCIER LES RISQUES COURUS.

Pour discuter utilement de problèmes monétaires, il est indispensable d'être bien maître du sens des expressions avons-nous dit au début de ce livre. Cependant de nombreux

articles techniques, émanant de personnalités anglaises, contiennent des erreurs d'appellation fréquentes, une terminologie incorrecte, qui sont de nature à faire naître des craintes à notre avis exagérées. Dans le cas examiné, une confusion constante entre abandon de l'étalon d'or et abandon de la convertibilité or est faite même par des personnalités officielles.

L'expression « étalon d'or » a une signification précise, elle signifie que l'unité monétaire a été définie légalement en fonction d'un certain poids d'or.

Actuellement (1934), malgré les troubles monétaires qui sévissent sur le monde, le franc français, le franc suisse, la livre anglaise, le dollar américain, le dinar yougoslave, le pengoé hongrois, le schilling autrichien, etc., sont définis par la loi monétaire locale, en *un certain poids d'or*, d'autres pays ont défini leur étalon monétaire en fonction d'un certain poids d'argent, mais il n'y a pas actuellement d'État où l'étalon ne soit ni l'or, ni l'argent.

Peut-être parviendra-t-on, dans l'avenir, à créer un étalon abstrait de la valeur, mais il n'apparaît pas pour le moment que le monde veuille répudier l'or au point qu'il perde son usage monétaire. La politique des Banques centrales qui consiste à accumuler les plus gros stocks d'or possibles nous confirme dans cette opinion.

En réalité, les États ont trop usé de l'émission des billets et ils n'ont plus suffisamment d'or pour rembourser le papier qu'ils ont émis ; ils ne peuvent plus en assurer la convertibilité en or.

Telle est la situation exacte dans laquelle se trouvent la plupart des Banques centrales. Il ne s'agit donc pas, pour le moment de l'abandon de l'étalon d'or, mais de la *suspension de la convertibilité or*, soit en vue d'un retour

ultérieur à la parité après déflation, soit en vue d'une dévaluation, d'un changement de parité légale consistant dans l'adoption d'une unité monétaire portant le même nom que l'ancienne ; mais contenant un moindre poids d'or. Dans ces deux derniers cas, l'or subsisterait comme étalon. Les choses étant ainsi mises au point, les dangers que l'on nous signale nous apparaissent déjà moins redoutables.

§ 3. — RISQUES DE DÉPRÉCIATION DU STOCK D'OR. —
RISQUES COMMERCIAUX. — RISQUE DE DIMINUTION
EN VOLUME DU STOCK.

Supposons toutefois, contre toute vraisemblance, qu'un étalon plus parfait vienne à supplanter l'or dans un grand nombre de Nations. Le monde se trouverait partagé en deux groupes, celui des Nations ayant répudié l'or et celui des Nations l'ayant conservé.

Du point de vue purement monétaire est-il raisonnable de croire que le fait d'être à peu près seul à avoir une monnaie saine basée sur l'or constituerait pour un pays un danger de pertes appréciables sur son stock. Nous ne le croyons pas. En admettant qu'il soit banni de l'usage monétaire par de nombreuses puissances, l'or possède des qualités intrinsèques naturelles trop précieuses : rareté, inaltérabilité, malléabilité, beauté, finesse, en grande partie indépendantes de la volonté de l'homme pour qu'il soit vraiment relégué. Ces qualités ne tarderaient pas, au cas où son prix viendrait à le rendre plus accessible au commerce et à l'industrie, à créer un courant de demandes, qui, soyons-en bien persuadés, deviendraient vite considérable et qui relèverait probablement sa valeur d'utilité au moins au niveau de sa valeur monétaire antérieure. Cette

certitude que beaucoup évitent de proclamer parce qu'ils la croient trop banale, peu susceptible d'être traduite sous forme de graphiques, en bref, peu scientifique, est, à notre avis, une des raisons les plus sérieuses pour une nation fidèle à l'or d'envisager l'avenir avec tranquillité tout au moins en ce qui concerne les pertes éventuelles sur son stock de métal.

La valeur de l'or n'est pas aussi conventionnelle que le prétendent certains économistes; elle ne provient pas, pour la plus grande partie, de l'usage monétaire.

La loi, en définissant l'étalon en fonction d'un certain poids d'or, ne lui attribue pas une valeur de convention, elle déclare l'existence d'un fait naturel duquel il résulte que tel poids d'or représente tant d'unités monétaires.

Son intervention est déclarative et non attributive de la valeur de l'or.

Les dangers commerciaux que feraient courir au groupe de l'étalon d'or la désaffection des autres nations pour ce métal sont-ils plus sérieux ? Ils sont, à notre sens, beaucoup redoutables pour les nations ayant adopté un étalon abstrait. Voici pourquoi :

L'expérience de l'Union Sterling nous prouve qu'il est pratiquement malaisé de faire adopter par un nombre important de nations, même ayant des intérêts commerciaux communs, un étalon monétaire abstrait unique ou même d'établir entre leurs diverses monnaies abstraites, un lien officiel de parité, lien ayant pour but de faciliter les échanges en supprimant le plus possible les décalages de prix dus au change. Dans ce système, chaque nation tient à conserver son indépendance monétaire, afin de revigorer ses échanges extérieurs si le besoin s'en fait sentir.

Les prévisions que Périgrinus ¹ publiait dans le *Times* en janvier 1932 ne paraissent pas du tout en voie de réalisation :

« Les adhérents du bloc sterling, disait-il, auraient des circulations monétaires basées sur un étalon unique qui pourrait être la livre papier, l'argent ou quelque chose d'autre, mais qui en aucun cas n'aurait de relation avec l'or ».

Au sein même du bloc sterling, l'exemple du Danemark dévaluant volontairement sa devise en février 1933, afin de stimuler l'exportation de ses produits agricoles, est symptomatique. D'un point de vue plus général, les différences sensibles entre les divers taux de dépréciation des principales monnaies du bloc sterling, figurant dans le tableau ci-joint, nous prouve que les techniciens ne sont pas parvenus à imposer aux diverses monnaies un coefficient de dépréciation commun et stable de nature à servir leurs desseins.

Chaque État conservant ainsi la faculté d'augmenter ou de diminuer, à sa guise, le pouvoir d'achat de sa propre devise, il 'en résulte nécessairement une anarchie grave aboutissant à une sorte de dumping sous forme de course à la dévaluation des monnaies. Le bloc monétaire qui avait pour but principal de faciliter par une stabilité relative des prix les échanges commerciaux ne donnerait vraisemblablement que des résultats négatifs ou même néfastes que ne connaîtraient pas la nation du bloc or.

Celles-ci n'auraient probablement pas longtemps à craindre la concurrence commerciale que leur feraient les nations détachées de l'or (en raison de la prime à l'ex-

1. Périgrinus : *Sir Strakosch*.

portation que constituerait la dépréciation des monnaies abstraites), car en premier lieu il leur serait loisible d'y mettre rapidement un terme au moyen de droits de douane compensateurs. De plus, même difficiles, en raison de la variété des étalons et de leurs fluctuations, les échanges commerciaux entre les deux groupes n'en existeraient pas moins. (Il est chimérique, en effet, de croire qu'un groupe de nations peut systématiquement en ignorer un autre et cela à cause de la spécialisation territoriale des productions due à la latitude, aux climats, à la géologie.)

Dans ces relations commerciales, laborieuses certes pour les deux groupes, le groupe des monnaies abstraites devrait payer ses importations des prix or fort élevés, alors que ses exportations lui seraient réglées à des prix or très bas. Ayant cru se libérer de la « tyrannie de l'or », il y serait encore soumis dans les plus mauvaises conditions possibles. Une telle situation ne se prolongerait pas longtemps ; les nations à monnaies abstraites, lasses d'une telle anarchie et de l'insécurité des transactions préjudiciables à tous, mais à elles-mêmes principalement, aspireraient bientôt au retour à des conditions monétaires plus normales et à la stabilisation sur la base de l'or, à une parité réduite peut-être, mais toujours en fonction de l'or.

Il y aurait, d'ailleurs, un moyen simple de se garantir contre le dumping résultant du change. Ce moyen de défense incombant à l'État principalement consisterait en une politique sévère d'économie, une rigoureuse déflation budgétaire permettant de larges dégrèvements d'impôts. Ces dégrèvements massifs, en soulageant le commerce et l'industrie, leur permettraient enfin de faire une politique de prix de revient adéquate qui les mettraient en mesure de

mieux soutenir la concurrence étrangère favorisée par la dévaluation des monnaies.

On peut objecter à cela que la limite des dégrèvements fiscaux est pratiquement moins reculée que celle de la dépréciation volontaire qu'il est possible de faire subir à une monnaie et, qu'en conséquence, les nations à monnaie dirigée auraient toujours la possibilité de pousser plus avant la dépréciation de leur devise. Il y a cependant une limite à cette possibilité et qui coïncide précisément avec le moment psychologique où la monnaie, dont le pouvoir d'achat serait en constante diminution, n'inspirerait plus aucune confiance à personne. Faire d'une monnaie, intermédiaire des échanges, commune mesure des valeurs, un moyen de concurrence internationale, aboutirait à un tel désordre que le monde entier s'en détournerait, parce qu'elle ne présenterait plus aucune garantie de stabilité dans les contrats.

Nous croyons que les nations à monnaie d'or auraient là une belle occasion de prendre le contrôle du commerce des capitaux et que les bénéfices certains qu'elles en retireraient, les aideraient à rétablir l'équilibre de leur balance des paiements. Nous croyons aussi que ce plan d'économies et de suprématie monétaire est irréalisable en régime démocratique et qu'il ne peut être mis en œuvre que par un gouvernement fort et stable.

Si le danger d'une dépréciation de leurs stocks d'or n'est pas à craindre pour les nations fidèles à l'or, celui d'une diminution importante de ces stocks nous paraît plus menaçant.

Il est certain que si les échanges de métal devenaient de moins en moins réciproques et que les réservoirs où puiserait le monde entier devenaient de moins en moins

nombreux, le niveau de ceux-ci ne tarderait pas de baisser au point de menacer la convertibilité des dernières monnaies d'or. Une fuite générale devant les monnaies avariées aurait ce résultat de rendre la position intenable aux monnaies droites.

Tant que le pourcentage légal de couverture ne serait pas serré de trop près, les sorties d'or pourraient se concevoir comme une sorte de redistribution des stocks¹, mais dès le moment où l'écoulement du métal prendrait le caractère d'une aspiration systématique par l'étranger, notamment par les Banques centrales, la seule mesure de sautut serait l'interdiction légale d'exportation.

Il est toutefois probable que des accords entre les Banques centrales interviendraient auparavant, mais il n'est pas certain qu'ils seraient suffisants; les Banques privées étrangères conservant la faculté d'acquérir des devises or et de les transformer en métal.

Hormis la crainte de dépréciation du stock, que nous considérons comme non fondée, les conséquences qui résulteraient pour les nations à monnaie d'or, d'un abandon à peu près général de cet étalon sont donc sérieuses non pas parce qu'elles menaceraient uniquement les nations attachées aux principes de l'honnêteté monétaire, mais en raison des difficultés que celles-ci éprouveraient à se mouvoir économiquement au milieu d'un chaos monétaire généralisé.

Les relations d'échange entre les deux groupes devenant de plus en plus laborieux, il est à craindre que chacun d'eux abandonnant l'espoir de commercer avec l'autre se replie

1. C'est ce qui s'est passé en 1932 et 1933 entre l'Angleterre et la France. Le fonds anglais d'égalisation des changes, pour empêcher la hausse de la Livre, achetait des francs qu'il transformait en or.

sur soi-même et tende à pourvoir à ses besoins au moyen de ses ressources propres.

On en arriverait ainsi à une sorte de rétrécissement du marché des échanges, à une régression économique caractérisée par une accumulation de barrières douanières entre nations des deux groupes

La situation du groupe des monnaies abstraites serait de beaucoup la plus critique surtout si les gouvernements des nations adhérentes ne parvenaient pas à établir entre leurs monnaies un lien de dépendance officiel, et il est peu probable qu'ils y parviendraient !

Même si ce lien était créé, il serait extrêmement fragile et sensible à la mauvaise gestion financière éventuelle des dirigeants.

La véritable solution du problème consiste dans le retour aux saines traditions économiques, c'est-à-dire à l'exacte observance des principes de la science économique et monétaire, parmi lesquels il faut citer, en premier lieu, le retour à l'honnêteté dans les contrats et le respect de la signature donnée.

Il n'apparaît pas, quant à présent, que le monde soit près d'admettre ces évidences.

CONCLUSION

Les diverses tentatives ayant pour but de remplacer l'étalon d'or par un étalon scientifique de la valeur n'ont donc abouti, jusqu'à présent, qu'à des résultats absolument négatifs.

Nous croyons qu'elles ont contribué à bouleverser plus profondément l'économie mondiale. La crise qui se serait probablement résolue d'elle-même, comme les précédents accidents de croissance de la Société économique, a pris une tournure catastrophique dès le moment où les techniciens de la nouvelle école ont voulu, par des artifices monétaires, entretenir une prospérité factice au lieu de laisser l'activité économique reprendre d'elle-même son niveau normal.

Les exagérations de crédit, résultant de la direction des monnaies, ont permis trop longtemps d'ignorer la surproduction.

Sans les avances sur stocks, les prix auraient baissé selon un rythme lent et auraient sûrement échappé à la chute brutale qui a mis en péril les entreprises les plus saines, les mieux placées pour reprendre, après contraction de leur production, une nouvelle activité.

Les maux de la crise auraient pu être considérablement atténués si les solutions de bon sens, qui, en définitive,

s'imposeront malgré tout, n'avaient pas été si longtemps méconnues.

Mais s'agissait-il de bon sens quand on faisait de l'économie politique à tendance électorale où quand il fallait à tout prix sauvegarder d'opulentes situations ?

Nous croyons, en effet, que la nouvelle technique n'est pas uniquement scientifique et qu'on peut y trouver un curieux mélange d'agiotage et de politique.

Quels que soient les mobiles qui sont à l'origine de la campagne contre l'or, les conclusions auxquelles nous arrivons, quant à son remplacement par un étalon de la valeur plus perfectionné, sont donc négatives. En l'état actuel de la technique monétaire, il ne nous paraît pas possible de conserver à un étalon abstrait une stabilité de pouvoir d'achat répondant aux fonctions essentielles de l'unité monétaire, savoir : commune mesure des valeurs, instrument d'échange, moyen d'épargne.

L'or présente certes quelques inconvénients, mais ses mouvements d'appréciation et de dépréciation sont lents, de faible amplitude et en grande partie indépendants de la volonté de l'homme. Les difficultés naturelles de son extraction, le nombre peu important de mines productrices et leur potentiel assez faible de productivité nous paraissent écarter la possibilité d'une surproduction tout en garantissant une exploitation sensiblement constante ou en progression lente dans le temps.

Ce dernier fait qui est un des prétextes ayant favorisé l'éclosion des nouvelles doctrines sous la raison qu'il est anti-économique de faire dépendre le volume du crédit au commerce et à l'industrie d'un événement indépendant de leur développement nous semble précisément la principale qualité de l'étalon d'or.

On ne saurait, en effet, incriminer un moyen de comparaison des valeurs d'avoir une trop grande stabilité. C'est là cependant le grief majeur que l'on fait au métal jaune quand on lui reproche de n'être pas produit en quantité suffisante, allant de pair avec l'accroissement du volume des échanges. Outre que ce reproche ne nous paraît pas justifié, puisqu'il a été calculé que l'accroissement de la production de l'or devrait être annuellement de 3 p. 100 et que cette proportion est en réalité légèrement dépassée, on oublie trop facilement que les progrès des méthodes de crédit bancaire permettent, sans doute possible, d'émettre à tout moment la quantité de moyens fiduciaires adéquats à l'état de l'économie.

L'exemple de l'Angleterre qui, avec une encaisse-or relativement faible, était parvenue avant ses fâcheuses aventures de 1925 et de 1931 à être le centre monétaire du monde nous paraît pertinent et concluant.

La grosse erreur des novateurs consiste à voir dans la monnaie le facteur principal du mouvement des prix des marchandises.

Beaucoup de ceux qui la commettent sont d'ailleurs excusables, car appartenant aux générations récentes ils ont tendance à ne raisonner que sur une période limitée de temps, celle qui a suivi la guerre.

Il est vrai qu'au cours de cette période les émissions massives de moyens de paiements ont complètement bouleversé les systèmes monétaires et que par les répercussions qu'elles produisaient sur le change elles ont contribué à la hausse générale des prix.

En période normale, il ne saurait en être ainsi. Les émissions de monnaie de papier ne présentent pas une très grande ampleur et les augmentations saisonnières qui se

produisent sont presque toujours rapidement résorbées. Ces fluctuations n'ont aucun effet sur le niveau des prix.

Les nombreuses constatations faites par M. Aftalion et M. Nogaro dans divers pays d'Europe prouvent que des augmentations quelquefois massives de la circulation n'ont aucune influence sur les indices des prix.

Le terme monétaire n'est et ne doit donc être qu'un moyen d'expression de la valeur et non un facteur de ses variations.

Les variations concertées du taux de l'escompte de la Banque centrale et du taux d'achat des acceptations bancaires, en tant que moyens d'accroître ou de diminuer le pouvoir d'achat de l'étalon sont néfastes au commerce et à l'industrie. Elles sont les causes d'innombrables injustices dans les contrats et de l'insécurité latente génératrice des mouvements désordonnés des capitaux apeurés.

En outre, il est chimérique de vouloir cristalliser les prix à un niveau arbitraire, car les agents naturels de la production viendront toujours bouleverser les calculs les mieux établis et, en apparence, les plus vraisemblables.

Les crises, qui, nous en convenons, sont pour une large part les conséquences de l'activité de l'homme, relèvent pour une part plus importante encore des agents naturels sur lesquels l'homme n'a et n'aura jamais aucune action.

Une nation qui manœuvre sa monnaie pour stimuler son commerce extérieur fait avec l'étranger un marché de dupe. En effet, si les prix intérieurs n'augmentent pas, elle permet aux autres nations de se procurer chez elle, à bon compte, une quantité de richesses d'autant plus importante que le pouvoir d'achat de sa monnaie est plus réduit.

Si elle importe des marchandises étrangères elle les paie

généralement au-dessus de leurs prix or internationaux, en raison de la tendance bien connue qu'a le change sur l'étranger à monter pour s'assurer contre une dépréciation plus accentuée de la devise dévaluée.

Enfin, il faut observer que les débiteurs et les exportateurs, sous la pression desquels la direction de la monnaie est le plus souvent entreprise et qui, en apparence, poursuivent le même but, la dépréciation de l'étalon, sont en réalité en opposition complète d'intérêts,

En effet, pour que la dépréciation monétaire profite aux exportateurs, il est nécessaire qu'elle ne soit pas suivie d'une hausse des prix intérieurs car il est évident que cette hausse supprimerait rapidement la prime à l'exportation découlant de la dépréciation.

A l'inverse, pour que les débiteurs profitent de la dévaluation, il faut certainement qu'il en résulte une baisse du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie, c'est-à-dire une hausse des prix.

D'accord sur le principe, débiteurs et exportateurs sont en opposition quant à ses effets.

La guérison de la société économique ne peut donc pas être obtenue par des solutions monétaires. Les résultats médiocres et néfastes qu'elles ont données dans les pays où elles ont été appliquées nous confirment qu'elles ont été génératrices d'instabilité et désordre.

L'exemple de l'Angleterre, dont on pense quelquefois qu'elle a enrayé les progrès de la crise en abandonnant la convertibilité, n'est nullement une preuve décisive de l'efficacité de la solution monétaire. Nulle reprise générale indiscutable de l'activité économique ne se manifeste en Angleterre. Nous croyons que la tendance à l'amélioration de la situation économique britannique tient plutôt, ainsi

que nous l'avons dit plus haut, à un effort concerté d'assainissement d'ensemble et à un recul de la démagogie socialiste, sous la pression d'un gouvernement fort.

Nous croyons qu'il faut abandonner l'idée de diriger l'économie en manœuvrant la monnaie. C'est une utopie qui était peut-être excusable dans la période troublée qui a suivi la guerre, mais dont la persistance aujourd'hui paraîtrait infiniment suspecte et laisserait supposer que quelques-uns, et non des moindres, ont intérêt aux variations désordonnées des monnaies.

Bien qu'assujetti aux lois de la relativité, l'or est la richesse dont la valeur est la moins conventionnelle ; c'est-à-dire qu'elle échappe en grande partie aux estimations humaines basées sur la confiance, le crédit et la routine.

Certes, l'or a le grave défaut d'être, en même temps qu'un étalon de la valeur, une marchandise soumise elle-même à des variations de cours.

N'oublions cependant pas que ces fluctuations sont lentes et universelles, ce qui en atténue considérablement l'inconvénient.

D'autre part, les très réelles qualités physiques de l'or : beauté, inaltérabilité, jointes à sa rareté, lui donnent une grande valeur sous un petit volume et en font, en définitive, le meilleur étalon actuellement connu.

C'est pourquoi nous nous rallions à la conclusion par laquelle M. Moret, Gouverneur de la Banque de France, terminait la lecture du compte rendu des opérations de la Banque le 28 janvier 1932 :

« La Banque... a résolument écarté toute intervention qui eût concouru à d'autres fins que la sauvegarde et le fonctionnement intégral de l'étalon d'or.

« La liquidation progressive des régimes monétaires artificiels que l'on s'était efforcé de mettre en vigueur depuis la guerre marque, à notre avis, une étape décisive dans la voie de l'assainissement économique. Nous nous sommes toujours refusés à nous rallier à des solutions de facilité dont nous apercevions les graves dangers. Nous estimons, plus que jamais, de notre devoir d'assurer au franc le gage métallique qui est la seule base stable sur laquelle puisse s'appuyer une monnaie. Nous considérons la convertibilité en or non comme une servitude surannée, mais comme une discipline nécessaire.

« Nous voyons en elle la seule garantie efficace de la sécurité des contrats et de la moralité des transactions ».

*
* *

La question du remplacement de l'étalon d'or par un étalon scientifique de la valeur, en vue de la stabilisation des prix, de la suppression des crises cycliques de faible amplitude et du chômage fait surgir un problème de plus grande envergure, celui de l'influence de la tendance politique de l'État sur l'économie.

Il est bien d'étudier la métaphysique monétaire de concrétiser par des courbes savantes les variations des encaisses métalliques des banques d'émission, les indices des prix, les variations du change, mais il est non moins nécessaire de rechercher si ces variations ne sont pas pour une large part causées par les méthodes gouvernementales. Il faut bien reconnaître que dans la plupart des nations, le régime capitaliste a cru pouvoir s'accommoder de méthodes de gestion socialistes, en sorte que de nombreux pays sont davantage sous l'influence de lois socialistes que sous celle de lois économiques classiques. Or, la doctrine socialiste

pure est hostile au capitalisme et tend à sa destruction. Comment s'étonner dès lors que les lois socialistes votées sous les auspices des doctrines de Karl Marx paralysent le régime capitaliste ?

Que pensons-nous d'un comptable qui commence d'abord par engager des dépenses et qui se préoccupe ensuite de faire les fonds nécessaires, au besoin en s'endettant continuellement ?

Sans nul doute qu'il est incapable ou malhonnête et qu'il faut s'en débarrasser au plus vite !

Telles sont cependant les méthodes financières de plusieurs gouvernements, qui, sous la pression socialiste, mettent le budget en constant déséquilibre et dévorent la richesse sans la laisser se reconstituer.

Croit-on que cette gestion déplorable, qui n'est pas spéciale à notre pays, n'apeure pas les capitaux et ne les incite pas à se précipiter où le risque de destruction leur paraît moindre ?

Croit-on que les impôts socialistes qui écrasent le commerce et l'industrie ne sont pas causes de nombreuses perturbations de l'économie ?

En ce qui concerne notre pays, à l'heure présente, la tâche la plus urgente doit consister en une rigoureuse et massive déflation du budget des dépenses de l'État au moyen d'une véritable révolution administrative. Le résultat le plus important de cette réforme doit être une diminution massive des impôts qui permettra au producteur de vendre moins cher tout en conservant un profit rémunérateur. Cette diminution des prix mettant les produits au niveau de la capacité d'achat du consommateur nous croyons que les affaires pourraient reprendre leur cours normal,

Nous croyons aussi que parallèlement à la réforme administrative, il est indispensable de rendre à la loi de la concurrence son libre jeu en interdisant ou en réglementant sévèrement les groupements de toutes sortes : syndicats, cartels, consortium, trusts qui ont pour principal but le maintien des hauts prix et l'exploitation concertée du consommateur. Ces coalitions, en maintenant des prix artificiels, permettent à la production d'ignorer les besoins réels de la consommation. Elles constituent un puissant facteur de déséquilibre économique. Prévues par Karl Marx dans son explication scientifique de l'évolution économique, elles peuvent, à juste titre, être considérées comme les agents les plus efficaces qu'ait engendrés le régime capitalisme pour travailler à sa propre destruction.

L'objection que fait toujours surgir la proposition de suppression des coalitions économiques est la crainte du chômage.

Il est évident que si la loi de la libre concurrence prévalait de nouveau, de nombreuses affaires parasites, exploitant dans de mauvaises conditions, disparaîtraient et qu'il en résulterait peut-être une pléthore de main-d'œuvre.

Nous croyons qu'à ce moment l'État aurait un rôle important à jouer. Au moyen d'un fonds spécial de chômage, accumulé durant les périodes de prospérité, il entreprendrait dans la métropole et dans les colonies de vastes travaux d'intérêt général. Dans cette voie le champ serait vaste.

Malheureusement, les méthodes de gestion actuelles des finances publiques sont si déplorables que le seul remède trouvé au gaspillage des deniers de l'État consiste à n'avoir en caisse que la juste somme ou même moins nécessaire

aux besoins immédiats. La constitution d'une importante réserve destinée à parer au chômage semble une impossibilité en raison des convoitises multiples qu'elle susciterait.

Ceci est une preuve irréfragable de la malfaisance de nos méthodes.

La conclusion ultime de notre étude sera :

CONSERVONS L'ÉTALON D'OR ET RÉFORMONS NOS INSTITUTIONS POLITIQUES

Vu :

Le Président de thèse,
H. TRUCHY.

Vu :

Le Doyen,
EDGARD ALLIX.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

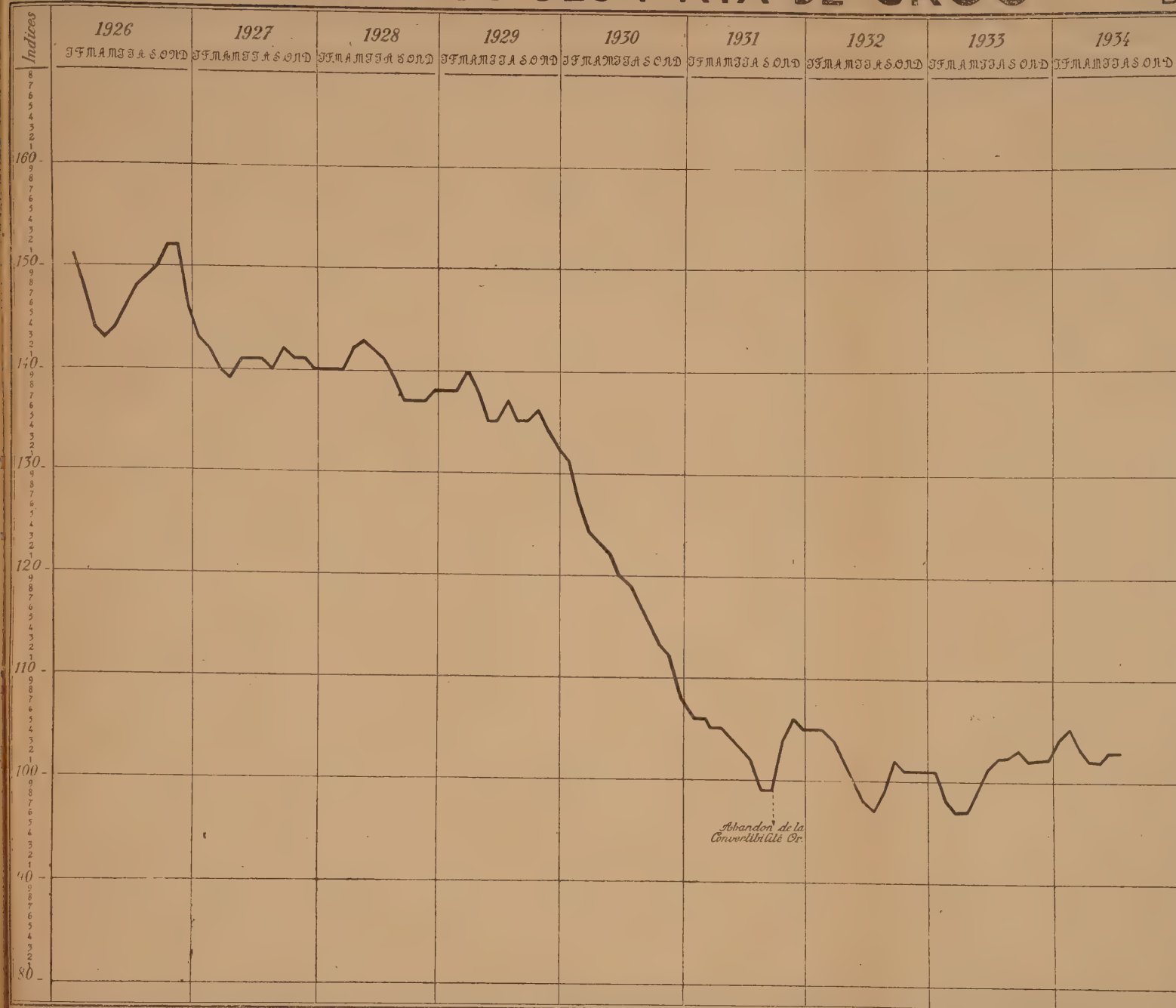
Le Recteur de l'Académie de Paris,
L. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

- BERTRAND NOGARO. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains.*
- HENRY TRUCHY. *Précis d'économie politique.*
- A. ARNAUNÉ. *La monnaie, le crédit, le change.*
- A. AFTALION. *L'or et sa distribution mondiale.*
- HARTLEY WITHERS. *Qu'est-ce que la monnaie ? Le marché monétaire anglais.*
- GUSTAVE CASSEL. *La monnaie et le change après 1914.*
- ROBERT PETITOT-CARTELIER. *A la recherche d'un étalon stable de la valeur.*
- CHARLES RIST. *La question de l'or.*
- ALBERT AFTALION. *Monnaie, prix, change.*
- ALBERT AFTALION. *Monnaie et industrie.*
- MAURICE ANSIAUX, professeur à l'Université de Bruxelles. *L'inflation de crédit et la prévention des crises* (Dalloz).
- DESCHAMPS, professeur à la Faculté de Droit de Paris. *Histoire des doctrines économiques* (cours 1927-28).
- BANNERET DE MATRAN. *Où va la monnaie dans le monde ?* Les Assemblées générales, 13, rue de Liège, Paris (1934).
-

INDICES DES PRIX DE GROS

Graphique établi d'après
les données publiées dans
le bulletin mensuel de
la Barclays Bank



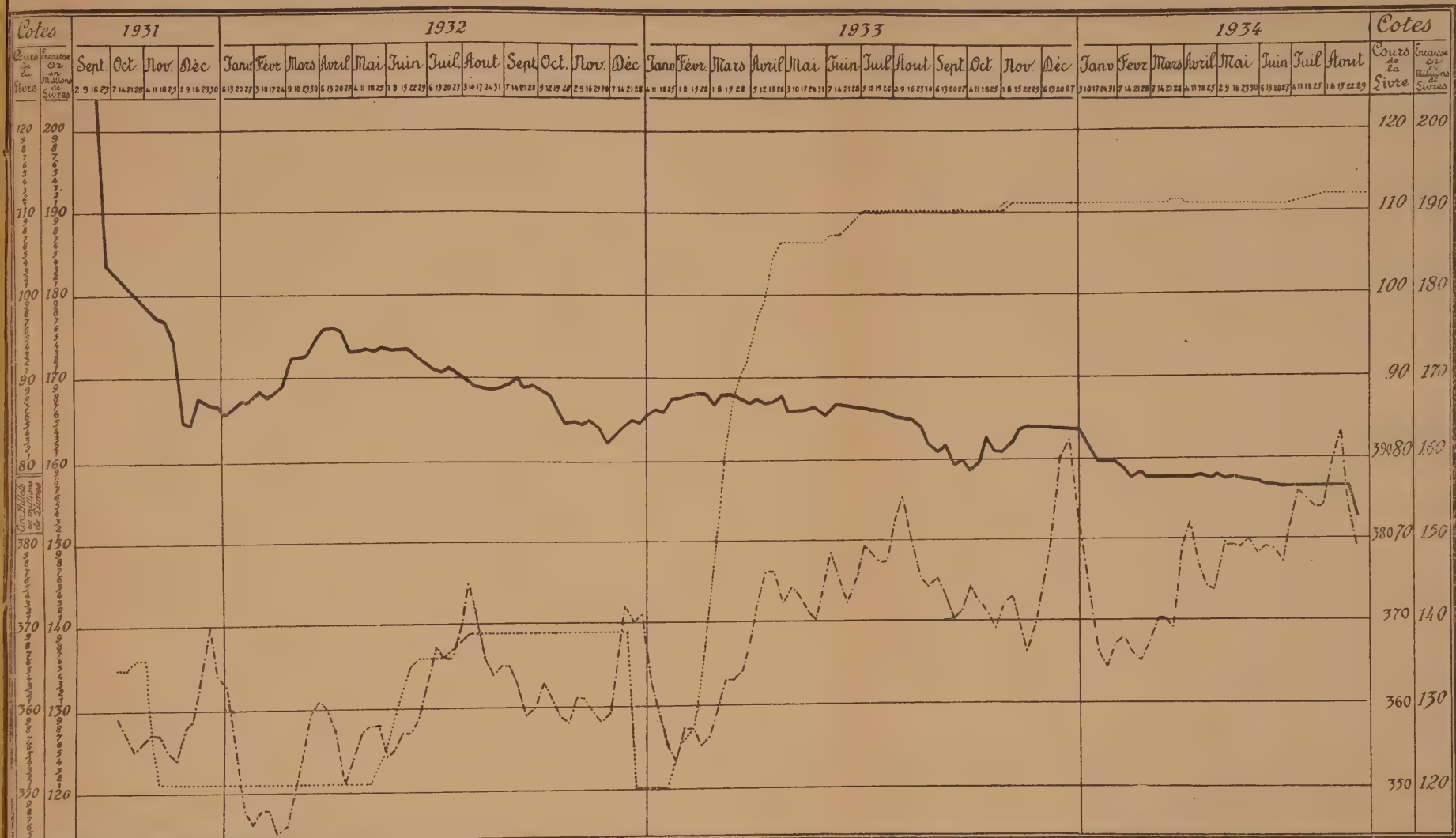


TABLE DES MATIÈRES

PRÉFACE	I
AVANT-PROPOS.	
Processus qui a fait surgir la question de l'étalon scientifique.	1
Action des doctrines socialistes sur l'économie monétaire des nations.	3

PREMIÈRE PARTIE

INTRODUCTION

CHAPITRE PREMIER

Etude succincte des alternatives de la lutte
contre la fixité de l'étalon métallique.

§ 1. De l'antiquité jusqu'au xvii ^e siècle.	8
§ 2. A partir du xvii ^e siècle.	11
§ 3. Depuis la guerre de 1914-1919.	13

CHAPITRE II

Arguments invoqués en faveur de l'adoption
de la monnaie scientifique.

§ 1. Insuffisance des stocks d'or.	16
§ 2. Trop grande mobilité des stocks d'or.	17
§ 3. Mauvaise répartition des stocks d'or.	19
§ 4. Stérilisation de l'or en France et aux États-Unis.	23

DEUXIÈME PARTIE

LA MONNAIE SCIENTIFIQUE. EXPERIENCES RÉCENTES.

INTRODUCTION

Imprécision des doctrines ayant pour but le remplacement de l'étalon d'or. Confusion fréquente entre abandon de l'étalon d'or et abandon de la convertibilité. . . .	31
--	----

CHAPITRE PREMIER

Etude technique des différents systèmes de monnaies scientifiques.

<i>Section I.</i> — Définition de l'étalon scientifique. Opportunité de sa recherche	36
<i>Section II.</i> — § 1. Différentes conceptions de l'étalon scientifique.	37
§ 2. Étude de l'étalon à teneur d'or variable et à pouvoir d'achat constant. Importance de la théorie quantitative de la monnaie dans la métaphysique de cette conception monétaire	38
§ 3. Critique historique. Discussion de la théorie quantitative comme loi de variation des prix. Autre explication des variations des prix : les revenus des particuliers	42
§ 4. Echec de la tentative de direction de l'étalon aux États-Unis, à partir de 1925. Ses répercussions.	46
<i>Section III.</i> — L'ÉTALON PUREMENT ABSTRAIT DE LA VALEUR	
§ 1. L'étalon abstrait est-il un critérium de progrès de la science monétaire. Définition.	49
§ 2. Les Index Numbers comme moyens de mesurer les variations du pouvoir d'achat de l'étalon. Action des facteurs qualitatifs sur les estimations monétaires.	55
§ 3. Recherche du principe d'un étalon abstrait stable dans la doctrine classique	58
<i>Section IV.</i> — MISE EN ŒUVRE PRATIQUE DE L'ÉTALON ABSTRAIT.	
§ 1. L'étalon abstrait à l'intérieur	62

§ 2. L'étalon abstrait et le change. Définition du change de cet étalon. Mécanisme	64
§ 3. Recherche parmi les théories dominantes du change d'une base stable de la valeur internationale de l'étalon abstrait	65

CHAPITRE II

Du rôle de la Banque Centrale dans les expériences de monnaie dirigée

Section I. — OMNIPOTENCE SUPPOSÉE DE LA BANQUE CENTRALE.

§ 1. Arguments en faveur du rôle actif de la Banque en matière de direction de la monnaie. Influence des théories du Professeur Cassel.	72
§ 2. Efficacité réelle de l'action de la Banque quant à la distribution du crédit. Concurrence des Banques privées.	74

Section II. — DES VARIATIONS CONCERTÉES DU TAUX DE L'ESCOMPTE.

§ 1. Fonctions classiques et fonctions nouvelles du taux de l'escompte. Sont-elles conciliables?	78
§ 2. Perfectionnement préconisé par M. Stromg, député du Kansas. Taux différentiels d'escompte.	81
§ 3. Conséquences des variations à contre temps du taux officiel. Dangereux mouvements de capitaux et d'or.	83

CHAPITRE III

Expérience pratique de monnaie dirigée.

Etude de la nouvelle théorie anglaise de la monnaie d'Empire.

Section I. — POSITION DE LA QUESTION. CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES.

§ 1. Incidences qui ont suscité cette expérience. Consistance de la doctrine.	88
§ 2. Rappel de l'opinion anglaise sur les causes efficientes des troubles monétaires actuels	90

Section II. — TECHNIQUE DE LA MONNAIE D'EMPIRE.

§ 1. But à atteindre à l'intérieur de l'Empire et à l'extérieur.	94
--	----

§ 2. Le bloc sterling. Liens qui unissent les diverses monnaies fédérées à la livre.	99
§ 3. Par quels moyens a-t-on cherché à conserver à l'étalon sterling un niveau stable. Résultats obtenus.	101

CHAPITRE IV

Des conséquences qui résulteraient pour les nations ayant conservé l'étalon d'or, de l'abandon de ce système monétaire par un certain nombre d'autres nations.

§ 1. Origines anglaises de cet avertissement.	107
§ 2. Nécessité d'une terminologie correcte pour apprécier les risques courus.	108
§ 3. Risques de dépréciation du stock d'or. Risques commerciaux. Risque de diminution en volume du stock.	110

CONCLUSION

BIBLIOGRAPHIE	110
GRAPHIQUES.	133

